

海康威视 (002415.SZ)

深度分析

视频应用全面渗透，安防龙头再次启航

投资要点

- ◆ **海康威视是中国大陆地区的安防视频监控的龙头企业，在全球市场中也是占据龙头地位，2015年以来，公司逐步向基于视频编解码和 AI Cloud 架构业务的各类创新业务拓展，并且取得了良好的效果。进入到2018年之后，公司面临各类挑战，包括美国政府的“国防授权法案”影响以及国内宏观经济放缓带来的政府采购减弱等不利因素，但是公司通过积极的态度应对行业的变化，我们认为公司仍然具备了良好的发展前景和投资价值。主要包括以下三个方面：**
- ◆ **短期来看，政府和企业采购的需求逐步释放：**2018年整体来看宏观经济有所放缓，带来地方政府和大型企业尤其是国有企业在投入支出方面有所降低，因此从下半年开始影响了国内安防行业的需求。不过进入到2019年之后，尤其是在第二季度末开始，在对于安全环境的诉求增加以及政府资金面逐步放松的情况下，我们从产业链交流的情况可以看到，视频监控为主的安防行业呈现出回暖的趋势。海康威视作为行业市场的龙头企业，其在政府和大客户方面的渠道优势较为明显，我们认为公司的需求回暖是短期内值得期待的变化。
- ◆ **中期来看，人工智能渗透下的安防将会迎来市场规模的提升：**安防视频监控行业从全球市场的预期看仍然能够保持两位数的整体规模成长性，显示了良好的发展趋势。从行业发展的过程看，在经历了模拟向数字、数字向高清的发展历程后，目前的行业正逐步从高清向人工智能化方向发展，即从“看得见”到“看得清”再到“看得懂”的过程。在行业持续向技术密集型演化的发展中，行业的竞争优势将会更加集中到龙头企业，一方面在于资金和人力投入方面带来的规模效应，另一方面也在于柔性定制能力加强下的客户粘性增加。无论是全球发达国家引领的安防发展趋势，还是国内三大工程驱动的安防技术演进，龙头企业的行业地位有望得到加强，海康威视的受益机会良好。
- ◆ **长期来看，传统安防行业向泛安防领域渗透：**安防视频监控的核心是对于光学信息的采集和处理能力，而光学应用正在渗透到包括智能家居、智能汽车、智慧物流、工业视觉等多个市场中，安防行业的技术已经不局限于原有的公安、交通等传统市场，更是全面渗透到了各类泛安防市场。从海康威视的情况看，智能家居类萤石业务已经在2017年实现了10亿人民币的收入规模并获得盈利，而物流、存储、工业视觉产品也在持续快速成长。我们认为，公司通过超过1.6万人的研发团队已经做好了充分的技术储备，并且在渠道市场也已经获得了可观的效果，因此在视频监控向新兴应用市场发展的过程中，公司有望开启全新的成长机会。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测2019年至2020年每股收益分别为1.44、1.72和2.05元。净资产收益率分别为26.3%、23.9%和22.1%，给予买入-A建议。

电子元器件 | 电子设备 III

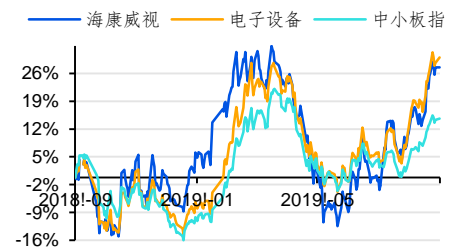
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2019-09-16) **34.50 元**

交易数据

总市值(百万元)	322,402.87
流通市值(百万元)	278,553.23
总股本(百万股)	9,345.01
流通股本(百万股)	8,074.01
12个月价格区间	22.29/37.24 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.69	20.34	11.68
绝对收益	14.96	35.83	27.39

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

相关报告

- 海康威视：季度业绩环比改善，国内外市场见底期待回升 2019-07-21
- 海康威视：2018年业绩平稳成长，短期挑战不改长期向好 2019-04-20
- 海康威视：传统安防稳健成长，创新业务期待未来 2018-07-23
- 海康威视：安防行业如火如荼，龙头企业快速稳健成长 2018-04-23
- 海康威视：中报业绩增长稳健，智能化创新业务值得期待 2017-07-26

- ◆ **风险提示：**国内市场政府订单整体规模和采购推进速度不及预期；国内市场竞争加剧影响公司盈利水平；海外市场受到各国政策和贸易政策影响而不及预期；新产品业务的拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	41,905.5	49,837.1	58,182.1	69,802.0	82,902.3
同比增长(%)	31.3%	18.9%	16.7%	20.0%	18.8%
营业利润(百万元)	10,443.1	12,335.7	14,942.2	17,799.8	21,234.6
同比增长(%)	52.9%	18.1%	21.1%	19.1%	19.3%
净利润(百万元)	9,410.9	11,352.9	13,459.9	16,048.5	19,145.9
同比增长(%)	26.8%	20.6%	18.6%	19.2%	19.3%
每股收益(元)	1.02	1.23	1.44	1.72	2.05
PE	34.2	28.4	24.3	20.3	17.1
PB	10.5	8.5	6.3	4.8	3.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、核心投资逻辑：安防升级，创新引领未来.....	6
二、公司概况：立足安防监控，创新产品驱动未来.....	7
(一) 公司历史沿革及股权结构.....	7
(二) 主营业务分析：安防视频立足，创新产品拓展.....	8
1、营业收入分析.....	9
2、公司盈利能力分析.....	11
三、行业分析：传统安防需求持续扩大，泛安防渗透显著.....	14
(一) 安全升级，驱动全球视频监控市场扩张.....	14
(二) 国家战略，三大政策推动国内产业升级.....	19
(三) 产业延伸，泛安防理念持续渗透.....	25
四、估值分析及投资建议.....	28
(一) 盈利预测.....	28
(二) 估值分析.....	29
五、风险提示.....	31

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	7
图 2：公司股权结构（截止 2019 年半年报）.....	8
图 3：股本结构（截止 2019 年半年报）.....	8
图 4：公司主要业务实体全球网络分布.....	9
图 5：营业收入（百万）及增长率（2016 ~ 2019 H1）.....	10
图 6：季度营业收入（百万）及增长率（2016 Q1 ~ 2019 Q2）.....	10
图 7：主营营业收入（百万）按产品占比（2016 ~ 2019 H1）.....	10
图 8：营业收入（百万）按产品占比（2018 年）.....	10
图 9：主营业务收入（百万）按地区占比（2016 ~ 2019 H1）.....	10
图 10：主营业务收入（百万）按地区占比（2018 年）.....	10
图 11：净利润（百万）及增长率（2016 ~ 2019 H1）.....	11
图 12：季度净利润（百万）及增长率（2016 Q1 ~ 2019 Q2）.....	11
图 13：盈利能力比率（2016 ~ 2019 H1）.....	11
图 14：季度盈利能力比率（2016 Q1 ~ 2019 Q2）.....	11
图 15：主营业务毛利率按产品分布（2016 ~ 2019 H1）.....	12
图 16：毛利按产品分布（2018 年）.....	12
图 17：主营业务毛利率按地区分布（2016 ~ 2019 H1）.....	12
图 18：毛利按地区分布（2018 年）.....	12
图 19：主要费用率水平（2016 ~ 2019 H1）.....	12
图 20：半年度主要费用率水平（2015 H2 ~ 2018 H1）.....	12
图 21：全球视频监控市场（2016 ~ 2023E）.....	14
图 22：2018 年视频监控市场地区分布.....	14
图 23：2018 年视频监控市场地区分布及预期 5 年 CAGR.....	14
图 24：亚太地区视频监控市场（2016 ~ 2023E）.....	14
图 25：北美地区视频监控市场（2016 ~ 2023）.....	15
图 26：欧洲地区视频监控市场（2016 ~ 2023）.....	15

图 27: 全球安全事件	15
图 28: 2018 年视频监控市场应用领域分布	16
图 29: 2018 年视频监控市场应用领域分布及预期 5 年 CAGR.....	16
图 30: 视频监控设备应用领域.....	16
图 31: 2018 年视频监控市场应用领域分布	17
图 32: 2018 年视频监控市场应用领域分布及预期预期 5 年 CAGR.....	17
图 33: 2016 年全球视频监控市场占有率	18
图 34: 2016 年海康威视海外市场占有率	18
图 35: 海康威视国外销售收入及增长率 (2010 ~ 2018)	18
图 36: 海康威视海外分支机构变动情况 (2016 ~ 2018)	18
图 37: 中国安防行业总产值 (2005 ~ 2018)	19
图 38: 2014~2016 年视频监控产品产值占比	19
图 39: 中国视频监控市场 (2016 ~ 2023E)	19
图 40: 2017 年安防产业结构	19
图 41: 平安城市及雪亮工程建设历史	20
图 42: 2017 年安防产品行业分布	20
图 43: 2016 ~ 2017 年平安城市中标过亿元项目	20
图 44: 平安城市各项目视频监控设备采购金额占比	21
图 45: “天网工程”鹰潭市公安局应急联动指挥中心大厅.....	21
图 46: 朝阳区雪亮工程视频监控设备采购金额占比	22
图 47: 2017 年部分“雪亮工程”项目示例	22
图 48: 2018 中国视频监控行业市场占有率	22
图 49: 行业内厂商 2018 年研发投入金额及增长率对比	22
图 50: 海康威视研发人员数量及占比 (2016 ~ 2018)	23
图 51: 2018 年海康威视获得专利及软件著作权数量	23
图 52: 公司销售费用金额及增长率 (2014 ~ 2018)	23
图 53: 海康威视营销人员数量及占比 (2016 ~ 2018)	23
图 54: 海康威视“高清平安城市”解决方案	24
图 55: 巴东县“平安城市”高清视频监控系统采购项目示例	24
图 56: 海康威视“雪亮工程”资源整合方案	24
图 57: 海康威视“雪亮工程”资源整合方案	24
图 58: 全球商用及民用智能安防市场 (2015 ~ 2020E)	25
图 59: 全球智能家居市场 (2016 ~ 2021E)	25
图 60: 全球机器视觉市场 (2016 ~ 2021E)	25
图 61: 中国计算机视觉市场 (2016 ~ 2020E)	25
图 62: 全球 ADAS 市场 (2016 ~ 2026E)	26
图 63: 中国 ADAS 市场 (2016 ~ 2026E)	26
图 64: 萤石智能家居业务销售收入及增速 (2016 ~ 2019 H1)	26
图 65: 萤石智能家居安全防盗场景	26
图 66: 其他创新业务销售收入及增速 (2016 ~ 2019 H1)	27
图 67: 工业机器人及汽车电子业务	27
表 1: 公司核心推荐逻辑	6
表 2: 主要产品线简介	8
表 3: 海康威视收入及毛利率按产品细分	28

表 4: 海康威视主要损益表预测	29
表 5: 行业内可比公司估值对比	29
表 6: 海康威视 OPFCF 和 FCFE 估值	30

一、核心投资逻辑：安防升级，创新引领未来

海康威视是中国大陆地区的安防视频监控的龙头企业，从 2011 年以来，始终在 IHS 评选的全球视频监控市场占有率保持第一位，从 2015 年以来，公司逐步向基于视频编解码和 AI Cloud 架构业务的各类创新业务拓展，并且取得了良好的效果。进入到 2018 年之后，随着国内外宏观经济和贸易争端逐步发生变化，公司也在面临行业的调整和业务的转变，无论是在国际市场中受到美国政府的“国防授权法案”影响，还是国内业务由行业向业务群制（PBG、EBG、SMBG 三大业务群）的转变，公司均以积极的态度应对行业的变化。

我们认为公司作为行业市场的龙头企业，从行业发展的趋势看，仍然具备了良好的成长潜力，其中包括短期、中期和长期的成长逻辑如下：

表 1：公司核心推荐逻辑

维度	驱动因素	概述
短期：3~6 个月	国内订单驱动	国内市场，政府和大企业采购的相对旺季来临，从产业链交流看，安防行业的整体需求较为明显，订单饱满。公司作为行业龙头企业，拥有在政府及大客户方面的竞争优势。
中期：6~18 个月	智能化带来的市场规模提升	安防视频监控向 AI 智能化演进，市场集中度进一步提升，龙头厂商在 AI 中的竞争力持续强化。
长期：18~36 个月	视频应用向泛安防行业的持续渗透	智能家居、智能汽车、工业视觉、智慧物流等行业应用传统安防产品的升级需求，公司已经在技术储备和渠道准备上有了充分的布局，并且部分产品例如萤石已经获得了 10 亿级别收入。

资料来源：华金证券研究所

基于上述发展预期，投资建议方面，我们对于公司未来的盈利预测主要基于产品和地区进行收入拆分，结合毛利率、研发投入等进行测算。估值方面我们采用相对估值为主，绝对估值参考的方式，其中相对估值主要选取国内 A 股市场同行业可比公司的 PE 作为参考，结合 PB 估值的水平。绝对估值则采用了公司 OPFCF 和 FCFE 作为参考。

综合考虑上述因素，我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.44、1.72 和 2.05 元，增速分别为 18.6%、19.2%和 19.3%。净资产收益率分别为 26.3%、23.9%和 22.1%，给予买入-A 投资建议。

风险提示：国内市场政府订单整体规模和采购推进速度不及预期；国内市场竞争加剧影响公司盈利水平；海外市场受到各国政策和贸易政策影响而不及预期；新产品业务的拓展不及预期。

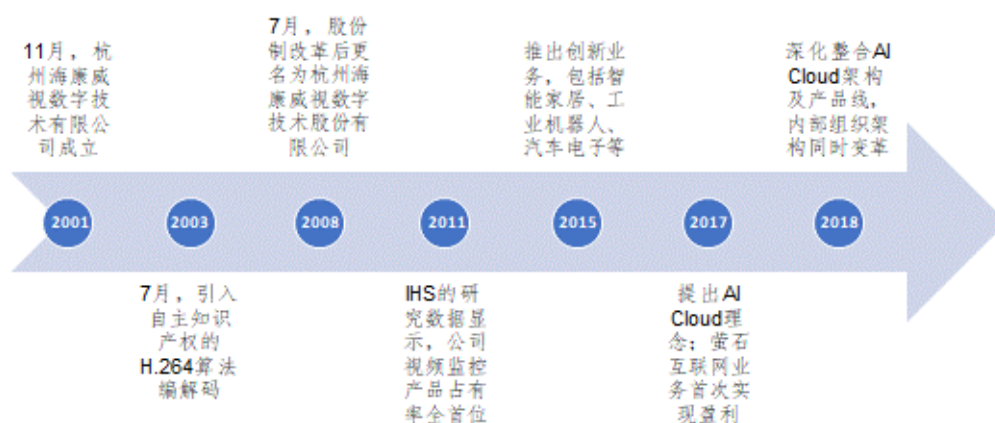
二、公司概况：立足安防监控，创新产品驱动未来

杭州海康威视数字技术有限公司成立于 2001 年 11 月。2008 年 7 月，公司完成股份制改革后并更名，2010 年 5 月，在深圳证券交易所中小企业板正式挂牌上市。公司从成立开始就立足于基于视频处理技术的应用，主要领域是安防监控相关，2015 年以来逐步向基于视频编解码和 AI Cloud 架构业务的各类创新业务拓展。2018 年以来，公司国内市场管理模式逐步向 PBG（公共服务事业群）、EBG（企事业事业群）、SMBG（中小企业事业群）三大业务群进行推进。

（一）公司历史沿革及股权结构

杭州海康威视数字技术有限公司成立于 2001 年 11 月。2008 年 7 月，公司进行股份制改革后更名为杭州海康威视数字技术股份有限公司。从设立之初至 2007 年，公司主要提供视频监控后端设备，如硬盘录像机与板卡。2008 年起，公司将产业链拓展至前端视频产品，如监控摄像机，以及中心控制设备。2010 年 5 月，海康威视在深圳证券交易所中小企业板正式挂牌上市。同年 11 月，公司推出视频监控行业解决方案，稳步迈向产品及行业解决方案提供商。

图 1：公司历史沿革



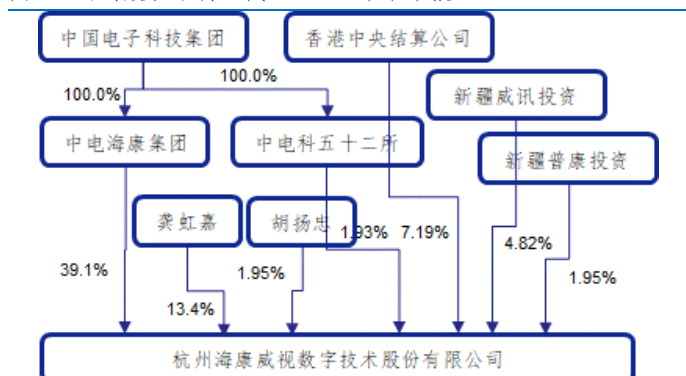
资料来源：公司公告、招股书、公司官方网站，华金证券研究所

2012 年 5 月，IHS 研究结果显示海康威视跃居 2011 年全球视频监控市场占有率第一，公司旨在成为全球领先的安防企业。2014 年，公司推出互联网视频业务，进一步加强萤石云视频平台建设并推出了云存储服务，同时，公司通过与 BATJ 等公司合作，加快在互联网业务方面的布局。2015 年，首次提出创新业务概念，并建立核心员工跟投创新业务机制。公司创新业务具体包括五项内容，分别为海康萤石互联网业务、海康机器人、汽车电子、海康存储以及海康微影。

2016 年，公司将自己定义为以视频为核心的物联网解决方案提供商，面向全球提供安防、可视化管理与大数据服务。2017 年，海康威视以云边融合引领智能应用发展趋势，开创性提出了 AI Cloud 的边缘节点、边缘域、云中心的三级架构，将大力推进人工智能在物联网领域的发展和应用。同年，公司创新业务之一萤石互联网业务销售额突破十亿元，首次实现盈利。2018 年，为适应新的产业环境和业务布局，公司在内部架构层面也做了相应的改变，将国内业务分为

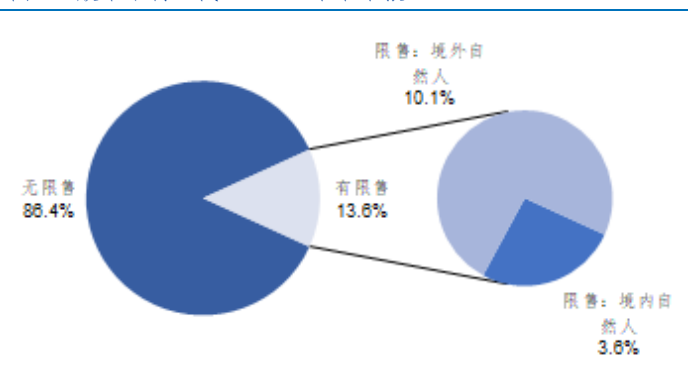
PBG、EBG、SMBG 三个业务群，更有针对性地面向不同类型市场和客户。公司从单纯的安防厂商转变成为涵盖整个视频监控行业安全和可视化管理需求的全系列产品和解决方案提供商。

图 2：公司股权结构（截止 2019 年半年报）



资料来源：公司年报，半年报，Wind，华金证券研究所

图 3：股本结构（截止 2019 年半年报）



资料来源：公司年报，半年报，Wind，华金证券研究所

截至 2019 年半年报披露，公司实际控制人是中国电子科技集团。中国电子科技集团通过旗下全资控股中电海康集团有限公司持有公司 39.1% 的股份，通过旗下全资控股中国电子科技集团第五十二研究所持有公司 1.95% 的股份，合计持有公司 41.0% 的股份。其他重要股东还包括公司副董事长龚虹嘉持有 13.4% 的股份，总经理胡扬忠持有 1.95% 的股份，以及公司中高层管理持股的新疆威讯投资和新疆普康投资分别持有 4.82% 和 1.95% 的股份。

截止 2019 年 6 月 30 日，公司总股本为 93.5 亿股，其中限售股股份为 12.7 亿股，占总股本的 13.6%。

（二）主营业务分析：安防视频立足，创新产品拓展

公司主要业务为安防视频监控 AI Cloud 架构事业群与创新业务事业群。

海康威视安防视频监控 AI Cloud 架构由边缘节点、边缘域和云中心三个层级构成。边缘节点侧重多维感知数据采集和前端智能处理；边缘域侧重感知数据汇聚、存储、处理和智能应用；云中心侧重业务数据融合及大数据多维分析应用。公司 AI Cloud 架构下产品包括前端产品、后端产品、显示产品、门禁报警产品、智能交通产品及传输产品等。

创新业务包括海康萤石互联网业务、海康机器人、汽车电子、海康存储及海康微影，主要产品包括主动防御型摄像机、萤石云平台、移动机器人、工业相机、无人机、智能车载后视智能行车记录仪、车载智能化监控系统、以 SSD 为载体的产品、非制冷红外传感器等。

表 2：主要产品线简介

业务划分	主要产品	图片
AI Cloud 事业群	前端产品：如“深眸”系列智能摄像机等； 后端产品：如“猎鹰”视频云结构化服务器等； 显示产品：如液晶监视器等； 门禁报警产品：如“明眸”系列近景人脸识别产品等； 智能交通产品：如视“神捕”系列智能交	

创新业务事业群
 通产品等；
 传输产品：如视频光端机、网络光端机等；
 海康萤石互联网业务：如主动防御型摄像机 C3W、萤石云平台等；
 海康机器人：如“雄鹰”系列飞行器等；
 汽车电子：如智能行车记录仪等；
 海康存储：如以 SSD 为载体的产品及存储应用方案等；
 海康微影：如非制冷红外传感器等。



资料来源：公司官方网站、公司年报、公司公告、华金证券研究所

海康威视总部位于浙江省杭州市，分支网络分布于香港、荷兰、南非、印度、迪拜、美国、加拿大、巴西、俄罗斯、新加坡、意大利、澳大利亚、法国、西班牙、波兰、英国、韩国、哥伦比亚、哈萨克斯坦和土耳其等 33 个国家与地区。

图 4：公司主要业务实体全球网络分布



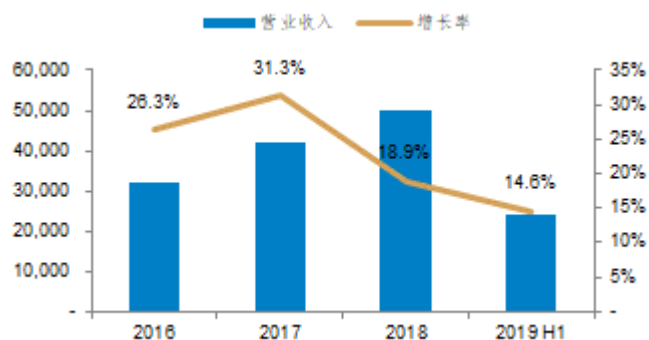
资料来源：公司官方网站、华金证券研究所

公司战略布局 AI Cloud 架构与创新业务两大事业群：1) 在 AI Cloud 架构领域，公司以智能化产品体系和解决方案建设为战略方向，完成了边缘节点、边缘域、云中心的核心产品布局，通过技术平台、产品平台、解决方案平台三位一体的研发体系在技术创新、产品创新和方案创新方面持续保持领先；2) 创新业务方面，公司继续推进发展，加大该领域的资金、人才等资源投入，持续推出满足客户需求的新产品与解决方案，并且与多家知名企业签署战略合作协议。

1、营业收入分析

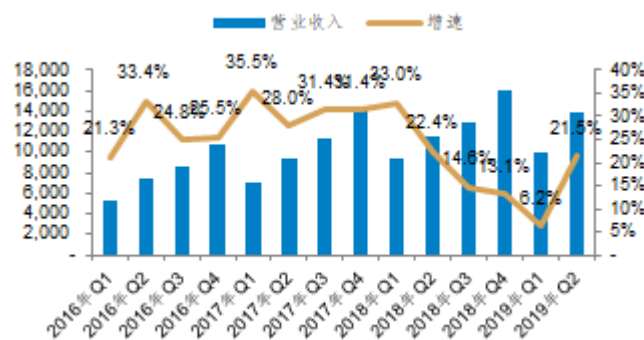
公司 2018 年全年销售收入 498.4 亿元人民币，同比上升 18.9%，收入仍然保持了较好的成长性，增速有所放缓是由于国际贸易争端持续加剧，以及国内宏观经济影响，使得政府端和企业端的需求均有所放缓。季度数据显示，2019 年第一季度的营收规模增速是过去 3 年以来的最低水平，进入到第二季度后，收入增速呈现出较为显著的反弹，单季度营业收入增长速度为 21.5%，达到 139.8 亿元人民币。

图 5: 营业收入 (百万) 及增长率 (2016 ~ 2019 H1)



资料来源: 公司年报, 半年报, Wind, 华金证券研究所

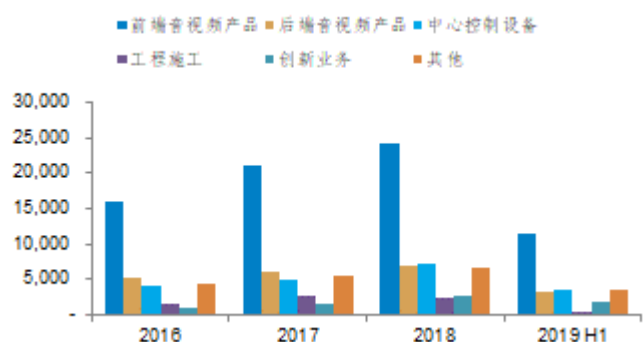
图 6: 季度营业收入 (百万) 及增长率 (2016 Q1 ~ 2019 Q2)



资料来源: 公司年报, 季报, Wind, 华金证券研究所

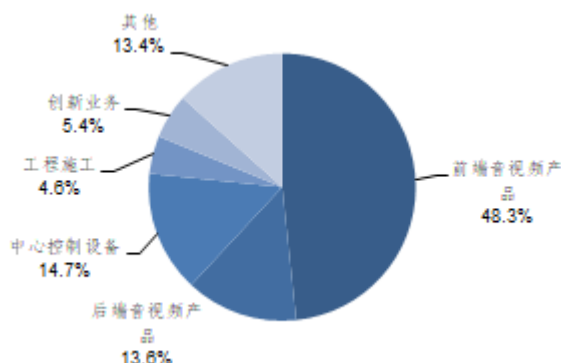
2018 年前端音视频产品业务仍然是公司收入的主要来源, 占总销售收入规模的 48.3%, 2019 年上半年为 47.7%, 增速方面有所放缓。后端音视频产品和中心控制设备收入占比分别为 13.6% 和 14.7%, 2019 年上半年也基本维持这个水平。值得关注的是, 包括智能家居、机器人、存储等创新业务表现出了强劲的增长趋势, 2018 年创新业务的整体收入规模达到了 27.0 亿元, 2019 年上半年就已经达到了 17.3 亿元, 同比分别上升 63.0% 和 56.2%。其中基于萤石互联网业务的智能家居业务在 2017 年销售额突破十亿元, 并且首次实现了盈利。

图 7: 主营营业收入 (百万) 按产品占比 (2016 ~ 2019 H1)



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

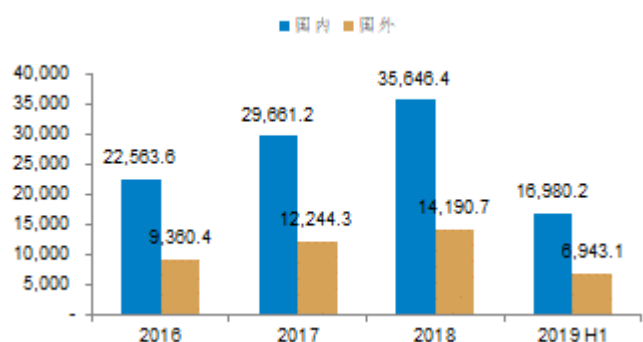
图 8: 营业收入 (百万) 按产品占比 (2018 年)



资料来源: 公司年报, Wind, 华金证券研究所

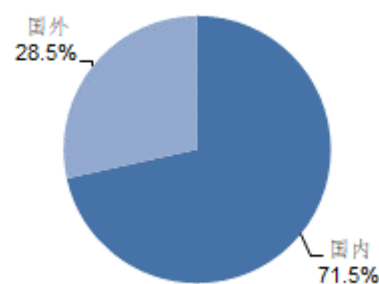
从国内外市场分布看, 公司在国内市场的销售始终是营业收入的主要来源, 2018 年国内市场的收入占比为 71.5%, 作为拥有地域性特性的安防行业, 公司作为中国大陆企业在国内市场拥有较好的优势。

图 9: 主营业务收入 (百万) 按地区占比 (2016 ~ 2019 H1)



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

图 10: 主营业务收入 (百万) 按地区占比 (2018 年)



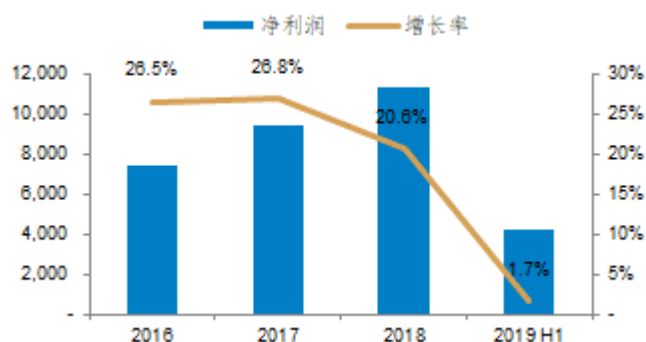
资料来源: 公司年报, Wind, 华金证券研究所

从2019年上半年的情况看,国内市场的销售收入占比为71.0%,基本也维持了之前的分布,海外市场尽管受到美国“国防授权法案”的影响,北美市场的业务增长难以持续,但是我们可以看到的是,海外市场仍然获得了10.3%的增长速度,达到了38.0亿元人民币,在其他区域公司仍然保持了较好的竞争力。公司一方面在国内市场通过生产基地建设、人员规模扩张、AI产品创新等行为稳固龙头地位,另一方面在海外发达国家和新兴市场推动符合地区发展需求的产品和业务模式,布局全球,保持稳健的业务扩张态势,未来在全球市场的竞争力将会进一步提升。

2、公司盈利能力分析

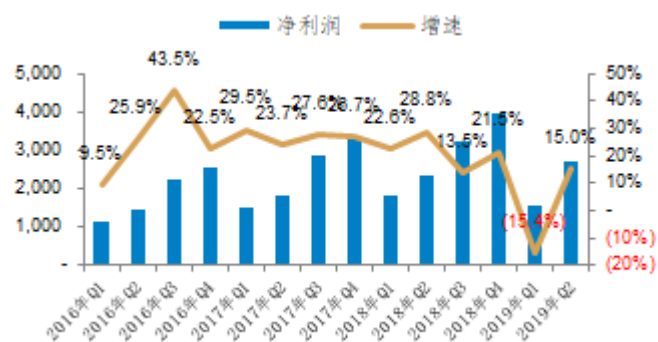
2018年归属上市公司股东净利润为113.5亿元,同比上升20.6%,净利润增速略高于收入增速,主要原因在于公司产品方面向智能化提升带来的附加值提升带来盈利能力增加。2019年上半年净利润增速大幅度降低到了1.67%,但是2019年第二季度单季度看,净利润增速扭转了从2018年第三季度以来疲弱的状况,回归到15.0%的增长。

图 11: 净利润(百万)及增长率(2016~2019 H1)



资料来源: 公司年报、Wind, 华金证券研究所

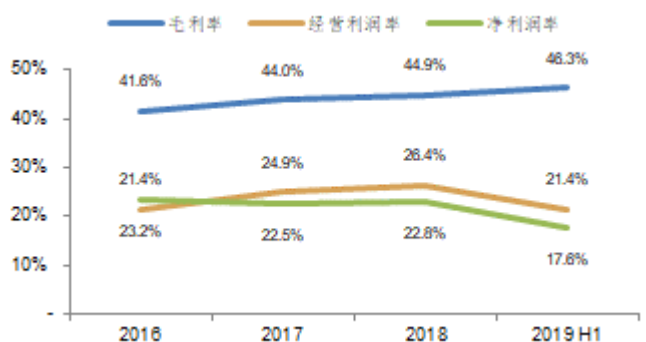
图 12: 季度净利润(百万)及增长率(2016 Q1~2019 Q2)



资料来源: 公司年报、公司季报、Wind, 华金证券研究所

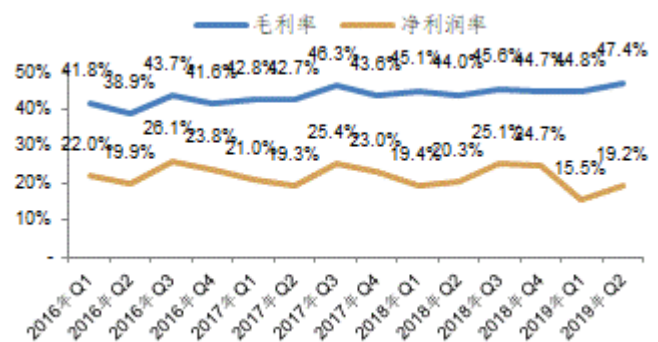
公司的经营策略逐步从以营收规模为主向规模盈利能力并举转变,以及需求市场对于AI、人脸识别等高端产品的需求逐步释放,行业龙头企业展现出了更加强大的竞争力,并且渠道端市场逐步出清后,市场竞争也趋于更为良性,公司的综合毛利率水平出现了逐步提升的趋势。从季度毛利率水平看,公司的综合毛利率持续提升。

图 13: 盈利能力比率(2016~2019 H1)



资料来源: 公司年报、Wind, 华金证券研究所

图 14: 季度盈利能力比率(2016 Q1~2019 Q2)

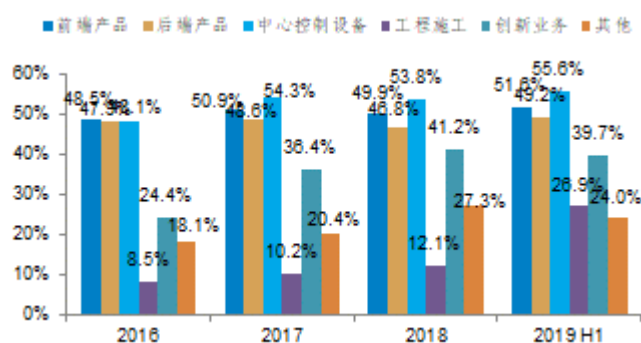


资料来源: 公司年报、公司季报、Wind, 华金证券研究所

2019年上半年随着中高端产品占比持续提升,公司的毛利率水平明显增长,单季度的毛利率创过去5年以来的最高值。上半年分产品看,前端产品、后端产品、中心控制设备的毛利率分

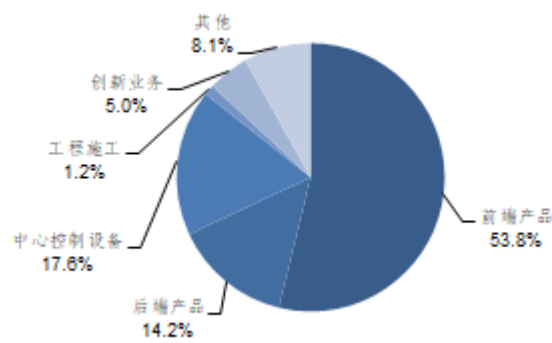
别同比提升 1.9、3.3 和 2.6 个百分点，传统产品盈利能力全面提升，创新业务在规模快速扩张后，毛利率也得到了 2.6 个百分点的增加。

图 15: 主营业务毛利率按产品分布 (2016 ~ 2019 H1)



资料来源: 公司年报, 半年报, 华金证券研究所

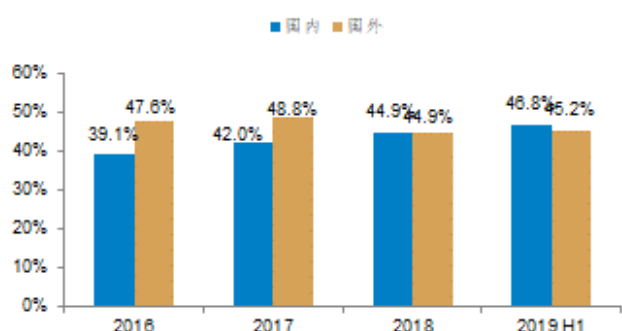
图 16: 毛利按产品分布 (2018 年)



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

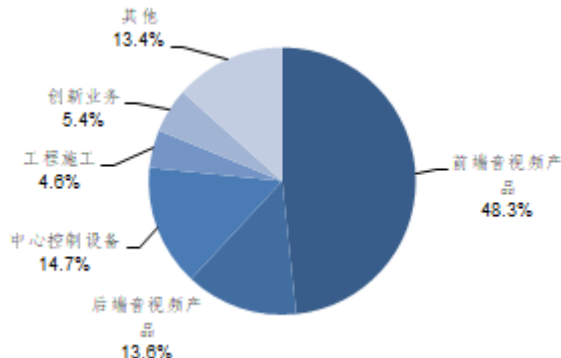
由于国内外市场需求差异带来的产品结构变化, 国内市场在中高端产品的需求增加后毛利率有所提升, 而海外的毛利率则基本延续了下行的过程, 值得关注的是 2019 年上半年, 国内市场的毛利率显著超过了海外市场的毛利率水平。公司国内市场业务模式向解决方案转变, 并且以 3 个事业群来优化国内业务配置, 使得国内市场的盈利水平仍然能够保持在较高水平。

图 17: 主营业务毛利率按地区分布 (2016 ~ 2019 H1)



资料来源: 公司年报, 半年报, 华金证券研究所

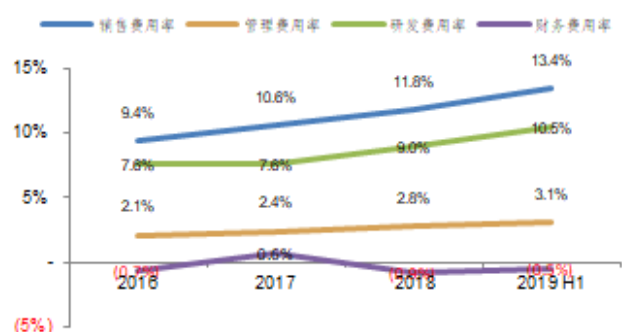
图 18: 毛利按地区分布 (2018 年)



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

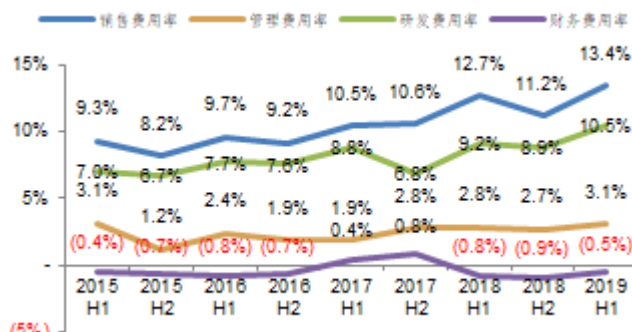
从费用率的角度看, 公司在过去几年的整体投入规模持续增加, 尤其是在销售费用和研发费用方面, 对于海外渠道的开拓和产品创新研发的持续投入是主要原因, 2019 年上半年由于收入增速放缓, 使得费用率水平增长较多。

图 19: 主要费用率水平 (2016 ~ 2019 H1)



资料来源: 公司年报, Wind, 华金证券研究所

图 20: 半年度主要费用率水平 (2015 H2 ~ 2018 H1)



资料来源: 公司年报, 公司季报, Wind, 华金证券研究所

从未来的战略布局来看，业务模式将延续从现在的产品向解决方案实现更大程度的转型。

国内市场方面将会以 **PBG**（公共服务事业群）、**EBG**（企事业事业群）、**SMBG**（中小企业事业群）三大业务群来进行推进，以更为有效地提供定制化的解决方案。从目前看也已经获得了良好的效果，同时，公司在创新业务方面无论是通过内生还是外延的模式扩张，也将继续与传统主业之间形成良好的协同效应，未来随着公司建立硬件、软件、服务、应用为一体的生态系统，客户的粘性和产品的附加值也会持续提升。

海外市场方面，公司仍然以国家为主要单位进行业务的拓展，尽管在北美等地的发展受到国际政治因素的影响短期内波动较大，但是一方面在欧洲、新兴国家地区的渠道建设日趋成熟，另一方面，公司产品和技术的能力持续提升，在全球市场的竞争能力依然强劲，从中长期看，企业的核心竞争力仍然是全球拓展的基本保障。

公司预计在 2019 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 0%~15%，平均值较中期的净利润增速 1.7%有所改善，我们预期国内市场方面需求继续稳健释放，而盈利能力的维持将会为公司的业绩反弹打下良好的基础。

三、行业分析：传统安防需求持续扩大，泛安防渗透显著

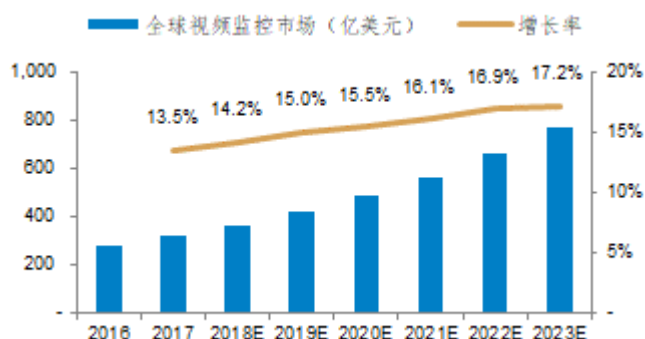
全球视频监控行业据预测未来仍然能够保持两位数以上的增长速度，一方面为应对极端主义、恐怖主义等各类安全事件，视频监控是必要性需求投入，另一方面除了应对蓄意的破坏，视频监控逐步向各个行业进行渗透，提供远程管理能力以及运营效率提升的潜在作用。

海康威视作为中国市场和全球市场的龙头企业之一，受益于行业发展的有利环境，凭借技术实力提升、市场渠道拓展、以及产品创新推动的作用，未来业绩成长的预期将会来源于三个方面：1) 国内安防市场中，以平安城市、天网工程、雪亮工程为代表的国家安防需求驱动产品市场升级；2) 全球安防市场中，海外市场渠道建设逐步成熟，以及“一带一路”战略推进沿线国家的需求扩张；3) 公司创新业务在智能家居、智慧物流、智能汽车、工业视觉等安防视频监控产品的创新应用领域内已经有效的获得了渗透，有望成为公司新的增长点。

(一) 安全升级，驱动全球视频监控市场扩张

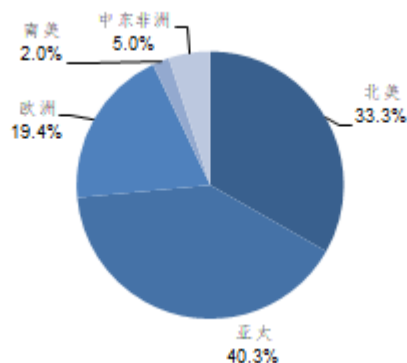
全球视频监控市场预期将在未来几年间经历快速发展。依据 BIS 数据，2018 年全球视频监控市场已达到 365.4 亿美元，涵盖摄像头、监控设备、存储设备、软件及相关服务等多个领域，预期 2018 ~ 2023 年复合增长率可达 16.1%。在地区分布上，2018 年亚太地区市场份额占比最高，达到 40.3%，排名第二的为北美市场，占比 33.3%，紧接着是欧洲市场，占比 19.4%。

图 21：全球视频监控市场（2016 ~ 2023E）



资料来源：BIS、华金证券研究所

图 22：2018 年视频监控市场地区分布



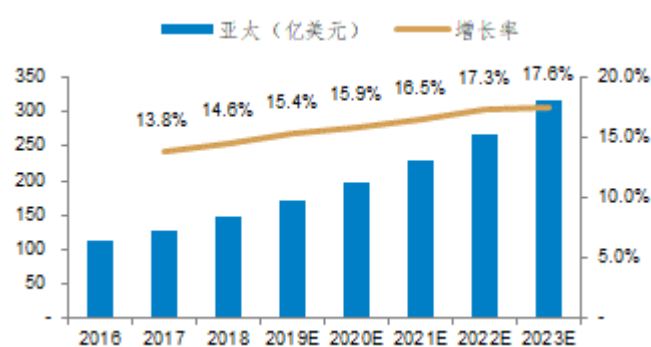
资料来源：BIS、华金证券研究所

在市场未来增长潜力方面，北美市场和亚太市场 2018 ~ 2023 年的预期 CAGR 分别为 15.6% 和 15.5%，尽管已经是全球最大的安防市场，北美和亚太的需求增速仍然领先其他区域

图 23：2018 年视频监控市场地区分布及预期 5 年 CAGR



图 24：亚太地区视频监控市场（2016 ~ 2023E）



资料来源: BIS、华金证券研究所

亚太地区视频监控行业的长足发展主要得益于中国、印度等国家推广的各项视频监控相关项目。近年来频发的恐怖袭击、非法入侵以及不断攀升的犯罪率催生了亚太地区各国更高的安防需求,从而推动了该地区视频监控行业的快速发展。

中国政府近年来不断推进基础设施建设,并计划在 2020 年前推行近 300 项基础设施建设项目。其中,“平安城市”、“天网工程”、“雪亮工程”等基础设施建设项目的推进催生了政府对视频监控设备的大量需求,包括新设备铺设以及存量设备的更新换代。以 2014 年 3 月昆明火车站暴力恐怖案为代表的恐怖袭击和以 2018 年 6 月上海小学门口男子砍人致死为代表的报复社会行为也在不断推进社会大众对安防的更高要求,从而推动对智能视频监控设备的需求。

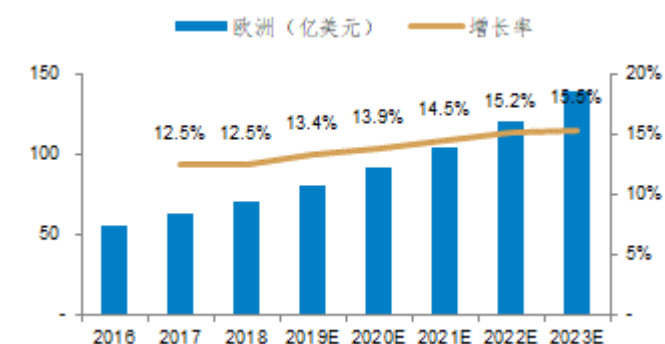
印度作为亚太地区的重要国家之一饱受恐怖袭击之苦,诸如 2008 年 11 月泰姬玛哈饭店恐怖袭击等伤亡严重的恐袭事件促使印度政府采用先进的视频监控方案维护国家安全。2016 年,印度政府公布了高达 32.75 亿美元的基础设施建设预算,在未来期间该项支出预计会进一步提升。此外,层出不穷的性侵事件以及引起公众恐慌的校园谋杀案都引发了社会大众对高效安防的呼声。

图 25: 北美地区视频监控市场 (2016 ~ 2023)



资料来源: BIS、华金证券研究所

图 26: 欧洲地区视频监控市场 (2016 ~ 2023)



资料来源: BIS、华金证券研究所

北美地区视频监控行业 90% 以上的份额归属于美国市场,排名第二的为加拿大市场。对有效应对公众安全危机的需求以及对存量设备更新换代的需求成为北美地区视频监控行业长远发展的立足点。此外,零售业在北美地区的进一步扩张催生了对商用视频监控设备的需求。

图 27: 全球安全事件

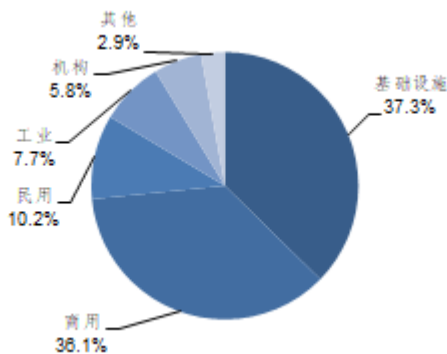


资料来源: 中新网、中三联生活周刊、搜狐网、观察者、华金证券研究所

美国长久以来是恐怖袭击的重点目标，无论是 2001 年发生的震惊国际的 9·11 事件还是 2017 年发生的纽约恐袭案，都对公众安全构成了严重的威胁。拉斯维加斯枪击案、佛罗里达州校园枪击案、白人警察枪杀黑人等层出不穷的安全事件催生了对智能视频监控系统的的需求。与此同时，美国企业走在智能视频分析领域的前沿，视频监控设备的更新换代促进了行业发展。

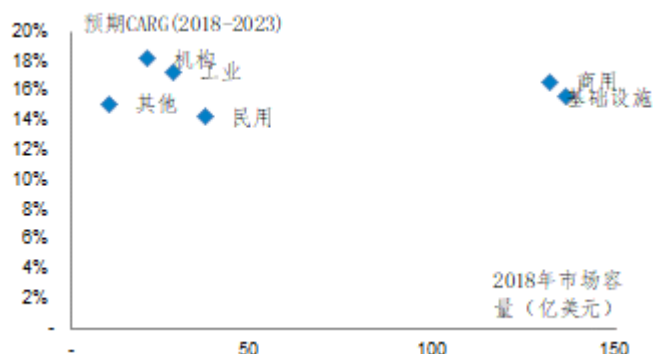
欧洲地区视频监控行业市场主要集中于德国、英国与法国。恐怖袭击与难民危机为欧洲的公众安全蒙上了阴影，这促使了安防系统的扩张。欧盟资助下的视频监控与分析项目是欧洲市场未来发展的主要推动力，欧盟制定的普遍适用于协约国的监管规则也为视频监控系统的铺设提供了保障。此外，涌现的设备更新风潮也为欧洲的视频监控行业带来新的机遇。德国的视频监控系统正经历着从模拟摄像头向网络摄像头的转换，GDP 的稳步增长为德国安防系统升级提供了良好的经济基础。英国是全世界视频监控最为严密的国家之一，全国范围内大约存在 590 万枚摄像头，每枚摄像头大致覆盖 11-14 人。法国正陷于与攀升的犯罪率以及频发的恐怖袭击事件的斗争之中，社会大众渴望借更为先进的视频监控系统满足治安需求。

图 28：2018 年视频监控市场应用领域分布



资料来源：BIS、华金证券研究所

图 29：2018 年视频监控市场应用领域分布及预期 5 年 CAGR



资料来源：BIS、华金证券研究所

在应用领域分布方面，占据视频监控市场最大份额的为基础设施领域，其次为商用领域，所占份额分别为 37.3%与 36.1%。在预期未来增速方面，企事业单位和工业领域分别以 18.2%和 17.3%的 2018~2023 年预期 CAGR 占据增速前两位，考虑到二种应用方向 2018 年所占市场份额相对较小，对于未来的需求贡献仍然相对有限。而基础设施领域与商用领域预期 CAGR 分别为 15.6%与 16.6%，结合其较大的基础，未来仍然将成为视频监控行业发展的主要推动领域。

图 30：视频监控设备应用领域



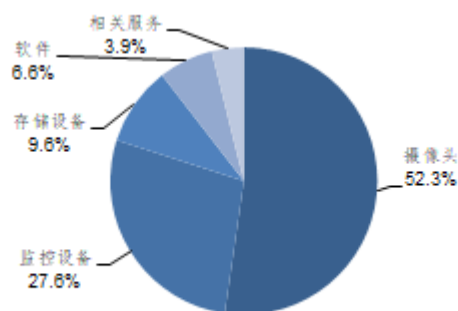
资料来源：数字冰雹、海康威视官网，华金证券研究所

在基础设施领域，全球各国政府都在积极推进安防系统的升级。无论是为了应对遍布全球的恐怖袭击事件，经济疲软导致的攀升的犯罪率，政局动荡导致的难民危机，还是各国政府出于社会管理需求推行的智慧城市、智慧交通项目都促进了视频监控市场的扩张。这不仅涵盖全新的视频监控设备的铺设，而且涵盖对陈旧监控系统的更新。

在商用领域，智能视频监控设备盛行于零售业。零售业长期受到顺手牵羊及存货盗窃的困扰，而整合了视频分析功能的监控系统可以有效地监测此种不法行为并向管理者发出警告。此外，智能视频监控设备还可提供诸如人流量统计、客户行为分析等重要数据，有助于零售业主提升营业效率。零售业广泛分布于全球，并且在北美地区呈现扩张趋势，仅 2017 年美国就新增了大约 3400 间零售门店。这促进了视频监控系统的扩张与更新。此外，金融机构也广泛依赖智能视频监控设备维护公共及财产安全。银行、ATM 设备都装备有智能视频监控系统，用于监测未授权入侵、现金交收以及异常用户行为。高安保需求促使了金融机构视频监控系统的不断更新。

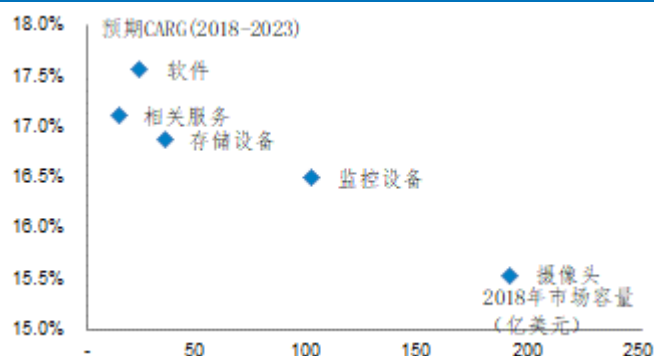
在企事业单位领域，层出不穷的校园入侵事件以及报复社会行为都向管理者提出了更为严峻的安防挑战。在此情况下，整合了异常行为分析与警告功能的视频监控系统可以有效协助管理者提升机构安防效果。在工业领域，视频监控设备可以满足在极端条件下工作的需求。诸如石油业频发的原材料盗窃事件引发了更高的安防需求，分散的钻井平台也降低了人力监控的可行性，两者共同作用促进了视频监控在工业领域的未来发展。

图 31：2018 年视频监控市场应用领域分布



资料来源：BIS、华金证券研究所

图 32：2018 年视频监控市场应用领域分布及预期预期 5 年 CAGR



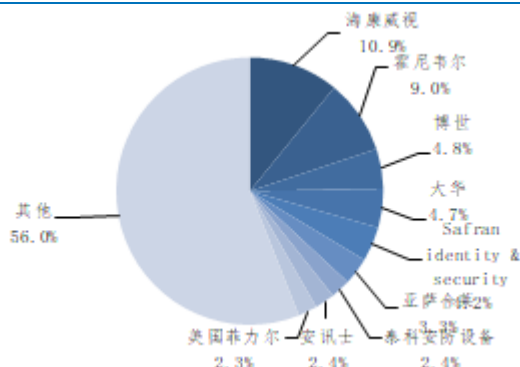
资料来源：BIS、华金证券研究所

在产品分布方面，摄像头占据视频监控市场最大份额，占比 52.3%，其次为监控设备，所占份额为 27.8%。在预期未来增速方面，软件占据第一地位，2018~2023 年预期年复合增长率达到 17.6%。软件的整体规模在 2018 年市场份额相对较小，虽然未来增速出色但对其市场份额的扩张效果并不显著。相反，摄像头的预期年复合增长率为 15.5%，凭借 50% 以上的市场份额基数，未来仍为视频监控行业发展的主要推动产品。不过，从这个趋势中我们可以看到，以软件、服务等附加值业务来应对行业市场需求的趋势已经超越了增加硬件，因此硬件的覆盖率和特性已经逐步进入成熟阶段。

全球视频监控市场常年处于激烈的竞争之中，国际厂商如霍尼韦尔、泰科与安讯士等先行者相对于潜在进入企业具有很大的竞争优势，而海康威视作为后发企业凭借出色的研发能力与高性价比产品不仅在中国市场表现亮眼，更在全球市场占据一席之地。依据 BIS 数据，2016 年海康

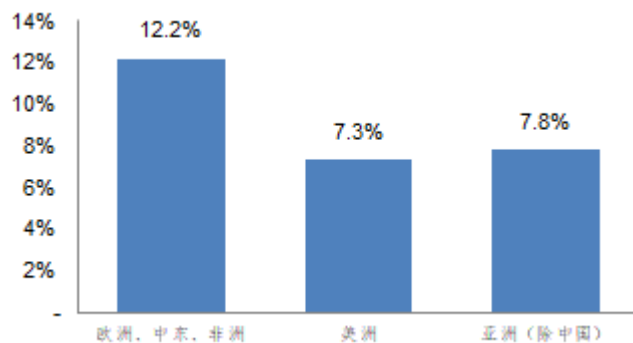
威视以 10.9%的份额名列全球视频监控市场首位，更连续七年蝉联 IHS 全球视频监控市场占有率第一位。

图 33: 2016 年全球视频监控市场占有率



资料来源: BIS、华金证券研究所

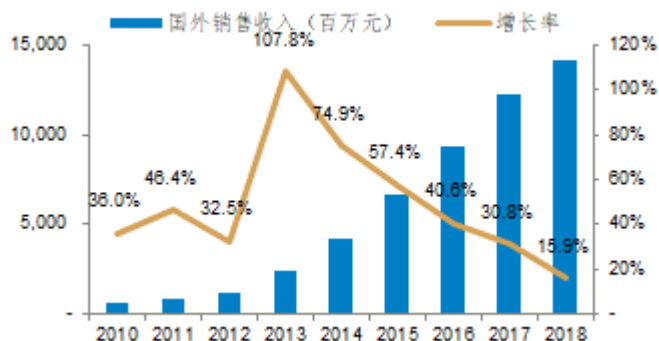
图 34: 2016 海康威视海外市场占有率



资料来源: 中商情报网、华金证券研究所

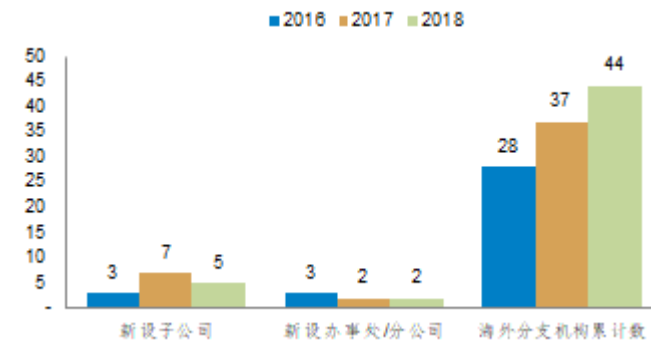
依据 IHS 数据, 2016 年海康威视在欧洲、中东、非洲视频监控市场占有率达到 12.2%, 在美洲市场占有率为 7.3%, 除中国以外亚洲地区占有率为 7.8%。公司的海外销售收入始终处于稳步增长的状态之中, 2010 年至 2017 年增长率均维持在 30%以上, 2018 年则由于中美贸易争端影响, 增速明显放缓。针对海外市场, 2018 年公司在墨西哥、巴拿马、巴基斯坦、秘鲁、以色列新设 5 家子公司, 在菲律宾新设 1 家分公司, 在胡志明市新设 1 家办事处, 海外分支机构增加至 44 个, 授权维修中心 100 余家, 海外销售服务网络进一步完善。

图 35: 海康威视国外销售收入及增长率 (2010 ~ 2018)



资料来源: 公司年报、华金证券研究所

图 36: 海康威视海外分支机构变动情况 (2016 ~ 2018)



资料来源: 公司年报、华金证券研究所

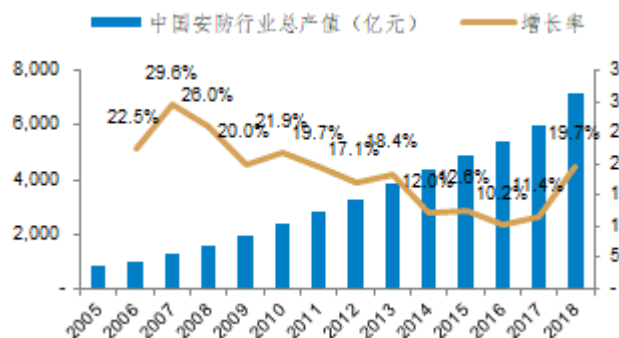
面对海外视频监控市场, 海康威视始终坚持从渠道分销市场向项目市场拓展。2017 年公司实现海外大项目的突破, 参与新加坡“智慧城市”项目的建设, 一期金额已达千万美元级别。2018 年则在印度市场实现了海外大项目的再次突破, 这既是公司能力的体现, 也对未来海外项目的拓展具有示范意义。尽管 2018 年以来, 受中美贸易争端影响, 公司在美国、澳洲以及某些欧洲国家的业务受到影响, 但是俄罗斯、印度、拉美、中东、北非等地业务表现较好, 总体而言海外业务仍处于稳健、快速的成长过程中。

相较于发达国家, 发展中国家视频监控行业进入壁垒相对较低, 并且上升潜力巨大。自 2013 年习近平主席提出“一带一路”战略以来, 中国对相关国家累计直接投资已经超过了 600 亿美元, 涉及农业、制造业、基础设施等诸多领域。“一带一路”战略为海康威视的海外发展提供了难得的机遇。海康威视与曾承担建设“一带一路”国家巴基斯坦海港安防项目的航天长峰公司达成了合作关系, 依托“一带一路”利好政策共同拓展国际市场, 争取海外发展。

（二）国家战略，三大政策推动国内产业升级

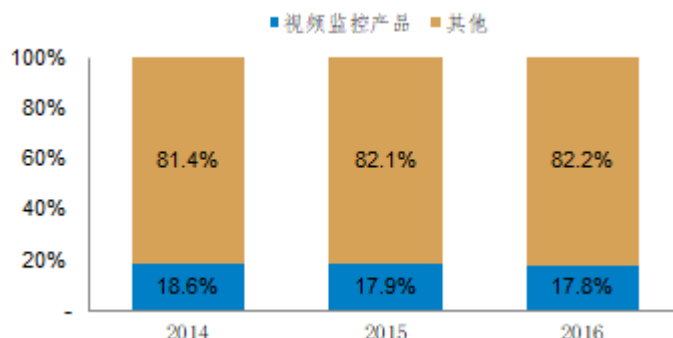
中国的社会治安状况长久以来处于较为良好的状态，这主要得益于政府在安防领域持续不断的投入。然而，近年来诸如昆明火车站暴力恐怖案、天津塘沽爆炸案等造成大规模人员伤亡以及经济损失的事件，以及山东招远全能神教徒故意杀人案、空姐搭乘滴滴顺风车遇害案等造成严重恶劣影响的事件，对中国的公众安全发起了新的挑战。为了有效应对层出不穷的公众安全事件，安防领域预计在未来仍会是中国政府重点投资的对象。

图 37：中国安防行业总产值（2005~2018）



资料来源：中安网、华金证券研究所

图 38：2014~2016 年视频监控产品产值占比

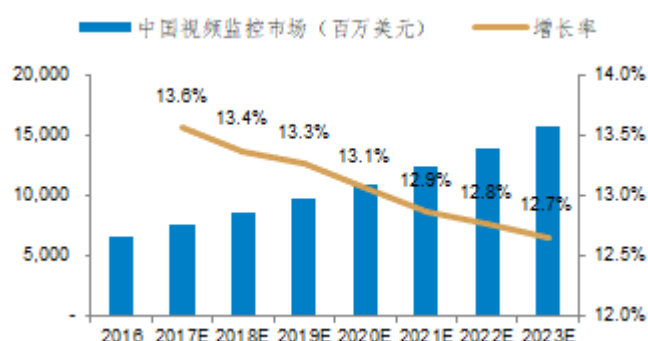


资料来源：中安网、华金证券研究所

中国的安防产业始终处于快速发展之中，近年来增长率均维持在 10% 以上，远高于 GDP 的增长水平，并且在 2018 年达到了 19.7%，这主要得益于政府“平安城市”、“天网工程”、“雪亮工程”等基础设施建设项目的推进。视频监控作为安防行业的子行业，产品产值占安防行业总产值的比重在 2014~2016 年间稳定在 18.0% 左右。

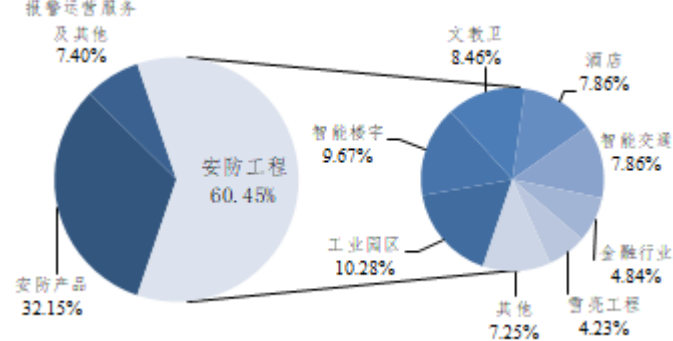
依据中安网数据，中国视频监控行业 2016~2023 年复合增长率预期值为 13.1%，相较于逐年递减的 GDP 水平，显示出良好的发展前景。中国的安防产业主要由安防工程、安防产品、报警运营服务及其他三部分组成。

图 39：中国视频监控市场（2016~2023E）



资料来源：中安网、华金证券研究所

图 40：2017 年安防产业结构

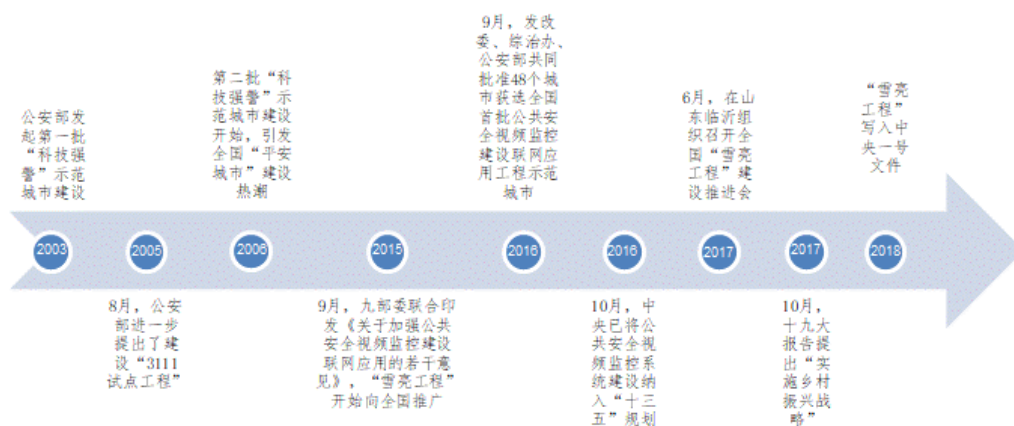


资料来源：中安网、华金证券研究所

依据 2017 年数据，安防工程占比最大，达到 60.5%，其次为安防产品，占比约为 32.2%。安防工程涉及面较广，包括工业园区、智能楼宇、智能交通等。其中值得注意的是 2017 年来发展迅速的“雪亮工程”项目，2017 年约占安防行业产值的 4.23%。

“平安城市”、“天网工程”、“雪亮工程”是中国政府先后推行的三项基础设施建设项目。

图 41：平安城市及雪亮工程建设历史

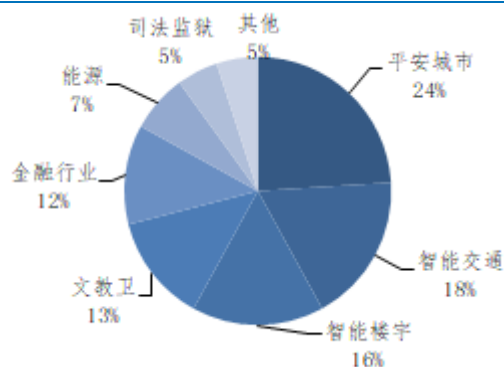


资料来源：搜狐财经、闽南网，华金证券研究所

“平安城市”旨在通过技防系统、物防系统、人防系统建设城市的平安。“平安城市”项目往往是建设大型的、综合性的管理系统，不仅需要满足治安管理、城市管理、交通管理、应急指挥等需求，而且还要兼顾灾难事故预警、安全生产监控等方面的需求，同时还要考虑各系统之间的联动。“天网工程”是指为满足城市治安防控和城市管理需要，由图像采集、传输、控制、显示等设备和控制软件组成，对固定区域进行实时监控和信息记录的视频监控系统。“雪亮工程”是以县、乡、村三级综治中心为指挥平台、以综治信息化为支撑、以网格化管理为基础、以公共安全视频监控联网应用为重点的“群众性治安防控工程”。视频监控系统是三项工程建设过程中不可或缺的重要组成部分。依据 HIS 数据，截止至 2016 年，中国在公共及私人领域共装有 1.76 亿枚摄像头，预计未来将增加至 6.26 亿枚。随着三项工程项目的推进，中国的视频监控行业也将得到长足的发展。

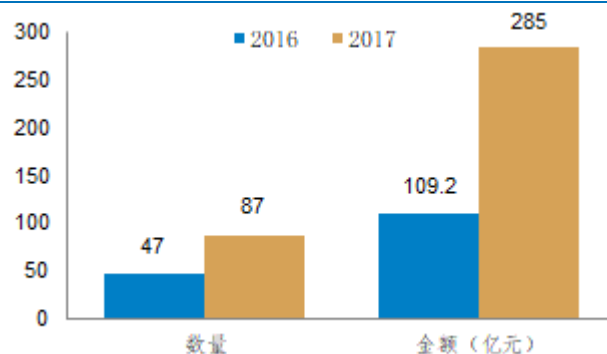
“平安城市”最早可追溯至“金盾工程”。2003 年，公安部发起第一批“科技强警”示范城市建设，共计 21 个城市入选。2005 年，中共中央办公厅，国务院办公厅转发了《中共政治委员会，中央社会治安综合治理委员会关于深入开展平安建设的意见》，8 月，公安部进一步提出了建设“3111”试点工程。2006 年，第二批“科技强警”示范城市建设开始。同年“3111”工程第二期建设也迅速开展。至此，平安城市的建设热潮在全国拉开帷幕。

图 42：2017 年安防产品行业分布



资料来源：中安网、前瞻产业研究院、华金证券研究所

图 43：2016 ~ 2017 年平安城市中标过亿元项目

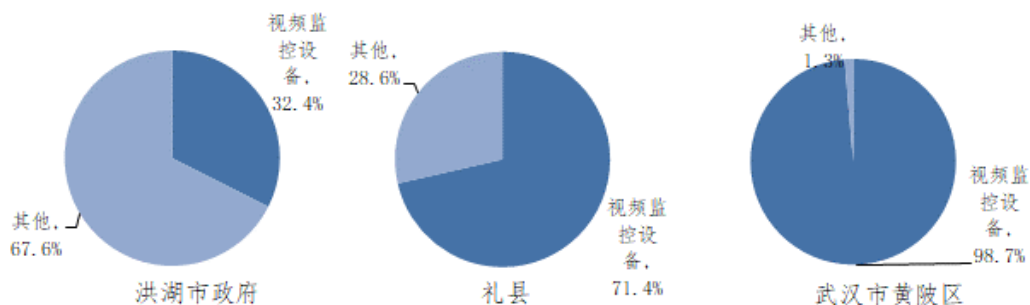


资料来源：搜狐、智慧城市网、华金证券研究所

“平安城市”建设历程已经超过十年，目前依然处于推广的状态。“平安城市”一向以政府大项目为主，在 2017 年的安防产品行业分布中，“平安城市”以 24% 的份额位列第一。2016 年，

“平安城市”中标过亿元项目共计 47 项，金额为 109.2 亿元，2017 年项目数量增长至 87 项，金额到 285 亿元，表现出强劲的增长趋势。

图 44：平安城市各项目视频监控设备采购金额占比



资料来源：湖北招标网、甘肃政府采购网、湖北政府采购网、华金证券研究所

在“平安城市”中标项目中，视频监控设备采购占据相当大的预算比例。洪湖市政府“平安城市”视频监控采购中标公告显示视频监控设备占预算金额的 32.4%，礼县“平安城市”城区高清视频监控系统建设项目中标公告显示视频监控设备采购额占预算的 71.4%，而武汉市黄陂区“平安城市”视频监控建设项目公开招标公告显示视频监控设备采购金额占据预算的 98.7%。随着“平安城市”建设的推进，政府对视频监控设备的需求将处于上升状态。此外，“平安城市”视频监控系统的升级也在持续推进中，一些较早的建设项目已然出现了诸如模拟摄像机更换为数字摄像机、标清摄像机更换为高清摄像机、普通摄像机更换为智能摄像机之类的设备更新的需求，这有助于视频监控行业在未来的发展。

“天网工程”在 2005 年“3111”工程的背景下开始了建设的进程。到 2011 年底，“天网工程”基本建设到了县一级。2017 年播出的《辉煌中国》节目声称中国已完成世界上最大视频监控网“中国天网”，显示系统可以实时清晰地检测道路上的车辆种类、颜色，以及行人的年龄、性别、衣着等。十余年间“天网工程”的建设为中国视频监控行业的迅猛发展提供了动力。

图 45：“天网工程”鹰潭市公安局应急联动指挥中心大厅

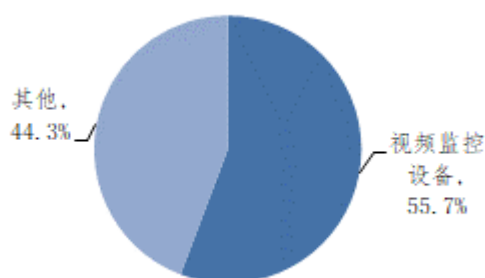


资料来源：腾讯，华金证券研究所

“平安城市”与“天网工程”项目的建设主要集中于大中型城市中心区域之中，在经历了十余年的推广之后已经颇具规模。在此背景下，城市偏远地区、县城以及农村乡镇地区的视频监控网络建设成为政府基础设施建设的下一个落脚点，“雪亮工程”应运而生。

2015年9月，国家发改委、中央综治办等九部委联合印发《关于加强公共安全视频监控建设联网应用的若干意见》，“雪亮工程”开始向全国推广。文中提出，到2020年，我国基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的公共安全视频监控建设联网应用。2016年9月，发改委、综治办、公安部共同批准临沂市等48个城市成为全国首批公共安全视频监控建设联网应用工程示范城市。2016年10月，公共安全视频监控系统建设纳入“十三五”规划。2017年6月，全国“雪亮工程”建设推进会在临沂市召开。10月，十九大报告提出“实施乡村振兴战略”。2018年，“雪亮工程”写入中央一号文件。

图 46: 朝阳区雪亮工程视频监控设备采购金额占比



资料来源: 中安网、华金证券研究所

图 47: 2017 年部分“雪亮工程”项目示例

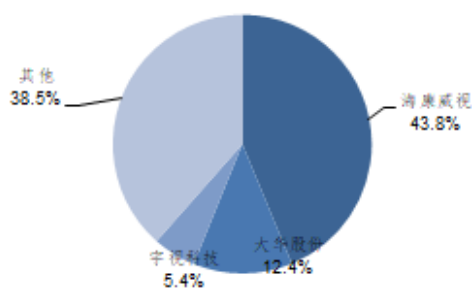
相关规划	金额(万元)
山东省德州市	3672
山西省曲沃县	2928
江苏省连云港市	2399
四川省广安市岳池县	1815
四川省内江市威远县	680
河北省广平县	558

资料来源: 搜狐、智慧城市网、华金证券研究所

依据朝阳区“雪亮工程”招标信息，视频监控设备采购金额约占项目预算55.8%。相较于“平安城市”与“天网工程”项目动辄过亿甚至数十亿的预算，“雪亮工程”项目预算主要集中于百万与千万级别。依照中国安防展览网预计，“雪亮工程”城乡建设约占据200亿市场规模，而城市间的建设保守估算约300亿。由此可见，“雪亮工程”的建设为中国视频监控行业开辟了新的市场空间。

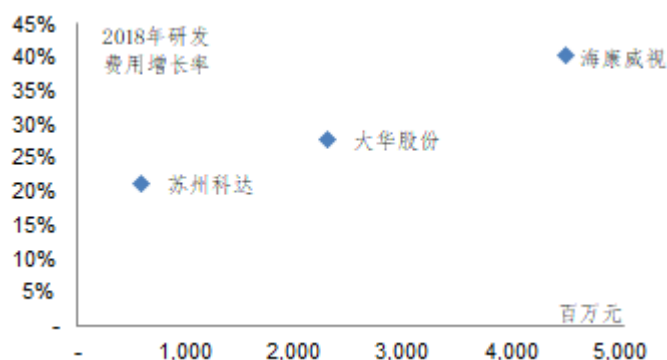
中国视频监控市场中海康威视占据龙头地位，根据前瞻研究院的数据显示，2018年公司市场占有率达到43.8%，远远领先于同业竞争者。海康威视的核心竞争力来源于持续大额的研发投入、完善的销售渠道以及差异化的产品及解决方案。

图 48: 2018 中国视频监控行业市场占有率



资料来源: 前瞻产业研究院、华金证券研究所

图 49: 行业内厂商 2018 年研发投入金额及增长率对比

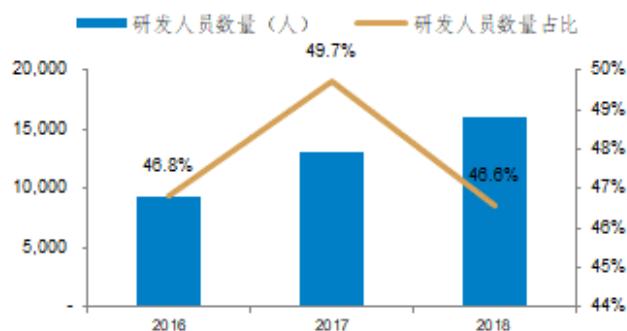


资料来源: 公司年报、华金证券研究所

海康威视在全球共设有9个研发中心，并计划在未来建设4个新的研发基地。公司实行技术平台、产品平台和解决方案平台三位一体的分层研发体系，以期针对用户需求确定研发重心，不断创新。依据年报数据显示，海康威视2018年研发投入规模达到44.8亿元，增长率达到40.3%，无论是金额还是增长速度均领先于国内同业竞争者。

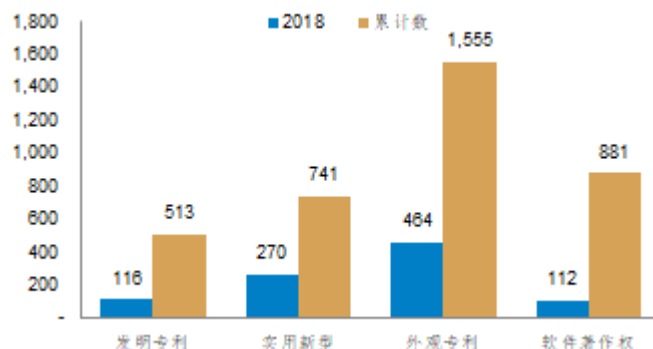
此外，公司研发人员数量逐年递增，2018年超过了1.6万人，增长速度为22.4%，在全体员工中占比达46.6%。持续大额的研发投入形成了海康威视的技术积累。2018年公司获得了116项发明专利，270项实用新型专利、464项外观专利以及112份软件著作权。截止2018年底，公司累计拥有专利2809件，软件著作权881份。既有的技术积累以及持续的研发投入使海康威视在视频监控行业始终处于领先地位。

图 50：海康威视研发人员数量及占比（2016~2018）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

图 51：2018 年海康威视获得专利及软件著作权数量

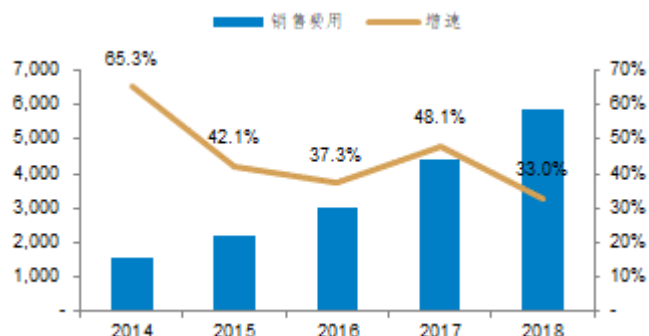


资料来源：公司年报、华金证券研究所

持续完善的销售渠道是海康威视的另一优势。公司推行“行业细分、区域下沉、业务到端”的营销策略，在国内建立了完善的营销渠道，拥有32家省级业务中心/一级分公司，在境外，公司建立了44个销售分支机构。此外，公司还建立了全球客户服务中心、分公司客户服务部和授权客户服务站的三级服务体系，为客户提供多维度的服务。近年来，公司不仅与知名互联网营销平台达成合作关系，更积极开发自主互联网营销平台，以期在民用市场占得先机。

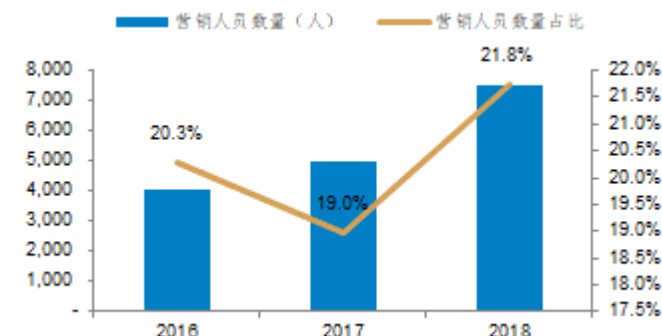
销售渠道的扩张与海康威视在营销方面的持续投入密不可分。依据年报数据，2018年公司销售费用金额达到44.3亿元，增长率更高达48.1%，远远领先于同业竞争者。2018年，海康威视营销人员数量达7,484人，增长率为49.7%，在全体员工中占比达21.8%。充足的营销人员配备使公司形成了对客户反馈及需求的迅速反应能力，为研发团队确定研发重心以及制定差异化产品及解决方案提供了基础。

图 52：公司销售费用金额及增长率（2014~2018）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

图 53：海康威视营销人员数量及占比（2016~2018）

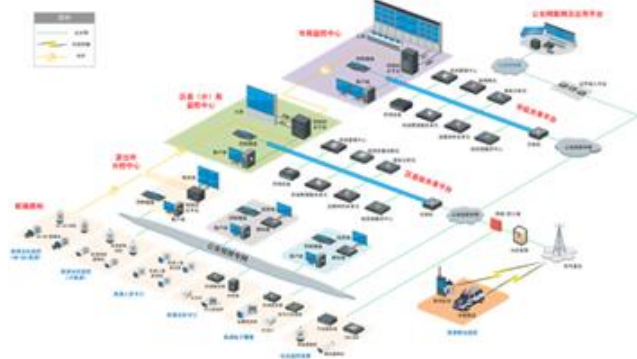


资料来源：公司年报、华金证券研究所

根据客户需求提供差异化的产品及解决方案是海康威视的又一核心竞争力。在硬件方面，公司在售产品型号超过一万种，能够针对各种场景提供丰富的产品种类和细分型号，满足客户对性能的需求。在解决方案方面，公司在公安、交通、司法、文教卫、金融、能源和智能楼宇等七大行业拥有多个分场景软件平台方案，可针对客户需求提供软硬件组合方案。

针对政府大力推行的“平安城市”及“雪亮工程”项目，海康威视也推出了针对性的解决方案。结合平安城市发展趋势，海康威视围绕五大治安防控圈，推出了“高清平安城市”解决方案，为公安机关开展治安防控、侦查办案、指挥决策等综合应用提供核心全局服务支撑。

图 54：海康威视“高清平安城市”解决方案



资料来源：公司官网、华金证券研究所

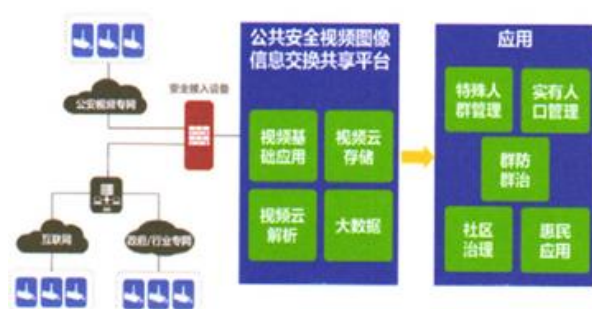
图 55：巴东县“平安城市”高清视频监控系统采购项目示例

货物名称	提供厂商	数量单位	单价(元)
高空瞭望摄像机	海康威视	2台	154,000
六旋翼飞行器	海康威视	1套	315,000
视频云储存软件	海康威视	1套	392,000
图片二次云结构化应用系统	海康威视	2台	313,600
视频结构化处理系统	海康威视	1台	420,000
视频监控管理系统（视频网）	海康威视	1套	1,092,000
智能交通管控平台（交警）	海康威视	1套	406,000
视频专网核心交换机	华为	2台	280,000
人脸图片大数据检索一体机	海康威视	1台	245,000

资料来源：湖北招标网、华金证券研究所

2017年，海康威视中标乌鲁木齐高新区“平安城市”、于田县“平安城市”等金额过亿项目。此外，海康威视与为数众多的工程商、经销商和系统集成商间存在合作关系，是承接“平安城市”项目的公司采购视频监控设备时的主要供应商。以巴东县“平安城市”高清视频监控系统采购项目为例，除视频专网核心交换机外，其余视频监控设备均采购自海康威视。

图 56：海康威视“雪亮工程”资源整合方案



资料来源：海康威视、中国国际社会公共安全博览会、华金证券研究所

图 57：海康威视“雪亮工程”资源整合方案



资料来源：东方头条、华金证券研究所

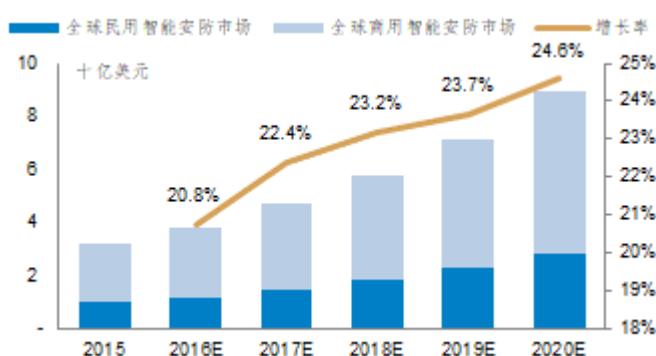
针对“雪亮工程”项目，海康威视以“安全、治理、惠民”为目标推出了完整的解决方案，包括立体化防控、智慧化治理、便民化服务及综治中心四个方面。首先，建设城乡及农村视频监控系统，解决“最后一公里”问题。其次，整合政府及社会视频监控资源，健全乡镇及社区的治安防控体系。最后，采用人工智能、云计算等技术开展智慧治理。2017年，海康威视中标西安市“雪亮工程”项目，主要负责新建改造整合视频监控 45,000 路，帮助西安市基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的目标，从根本上完善治安防控手段，提升治安防控能力。

作为中国视频监控行业的领导企业，海康威视凭借持续大额的研发投入、完善的销售渠道以及差异化的产品及解决方案在政府基础设施建设项目中具有强劲的竞争力。伴随着“平安城市”及“雪亮工程”项目在全国范围内的推进，海康威视在未来拥有广阔的市场前景。

（三）产业延伸，泛安防理念持续渗透

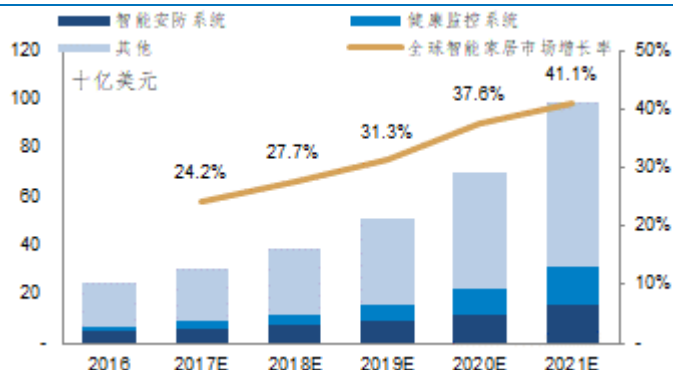
随着消费者新需求的涌现，视频监控不再局限于基础设施项目，延伸至诸如智能家居、机器视觉以及高级辅助驾驶系统产业。这些新兴产业在未来有潜力成为视频监控行业新的增长点。作为视频监控行业的领导企业，海康威视利用自身具备的研发及产品优势，成功推出了萤石智能家居、海康机器人以及汽车电子等创新业务，并取得了优异的市场表现。

图 58：全球商用及民用智能安防市场（2015 ~ 2020E）



资料来源：TECHNAVIO、华金证券研究所

图 59：全球智能家居市场（2016 ~ 2021E）

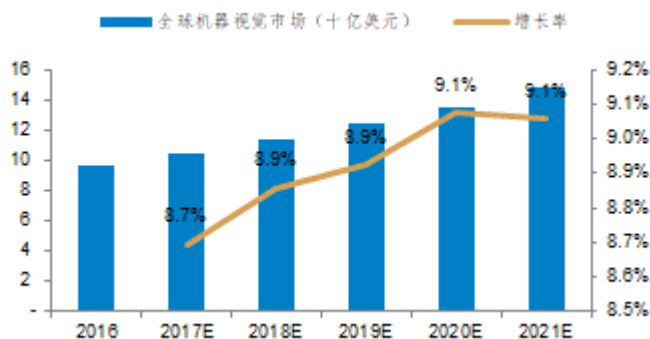


资料来源：TECHNAVIO、华金证券研究所

家庭及商铺的安防需求促使智能安防设备逐步进入民用及商用领域。依据 TECHNAVIO 数据显示，2015 年，全球民用及商用智能安防市场规模已达 31.8 亿美元，2016 至 2020 年预期增长率均在 20.0% 以上。面对涌现的商机，传统安防企业均在民用及商用领域实施布局。

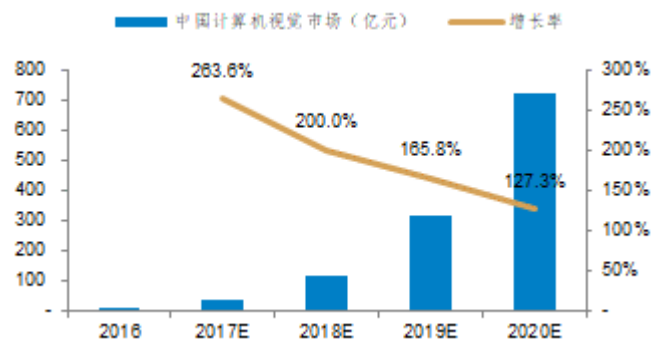
伴随着物联网概念的普及，消费者更希望将智能安防设备接入家庭及商铺物联网中，作为智能家居的一部分而非独立存在。2016 年，全球智能家居市场规模已达 244 亿美元，2017 年预期增长率接近 25.0% 且在 2021 年快速上升至 40% 以上，是处于成长期的新兴市场。智能安防系统作为智能家居的重要组成部分，占比约在 20% 左右。此外，依赖视频监控设备的健康监控系统在 2016 年约占智能家居市场的 7.0%，这一比重在预测期内呈现逐步上升的趋势。随着消费者对健康的重视程度提升，作为视频监控系统延伸的健康监控系统很可能成为新的行业增长点。

图 60：全球机器视觉市场（2016 ~ 2021E）



资料来源：TECHNAVIO、华金证券研究所

图 61：中国计算机视觉市场（2016 ~ 2020E）



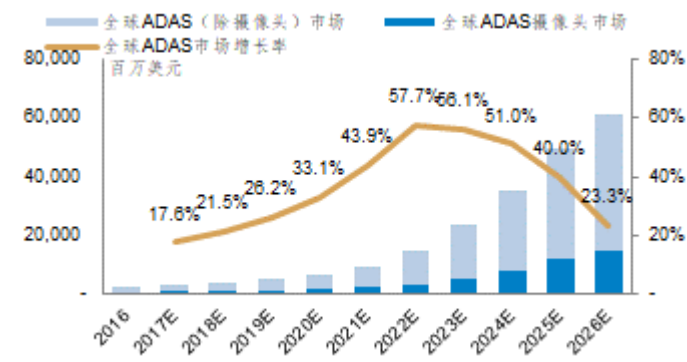
资料来源：艾瑞咨询、华金证券研究所

作为视频监控行业的延伸产业，全球机器视觉市场规模在 2016 年达到了 96.6 亿美元，2017 至 2021 年预期增长率约在 9.0% 左右。机器视觉包括两大重要组成部分，即摄像头以及视觉系统。摄像头拍摄画面的清晰程度以及视觉系统对于能见度较低的信息的辨识力共同决定了机器视

觉的识别效果。机器视觉尤其适用于加工制造业，可以改善人为判断不准确的问题，提高生产效率，同时释放人力资源从事高附加值的工作。

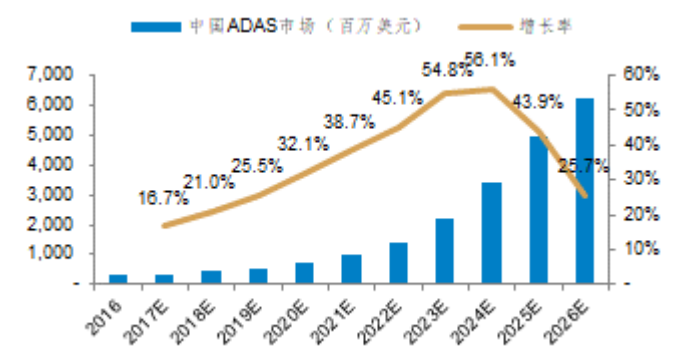
在全球机器视觉市场中，中国占据重要地位，这主要得益于快速增长的自动化加工、半导体及电子、钢铁和休闲食品行业。工业自动化的进程在未来将推动中国机器视觉行业的快速发展。依据艾瑞咨询的数据显示，2016年，中国仅计算机视觉市场规模已达11亿元，2017至2020年预期增长率均在100.0%以上，是典型的新兴行业。

图 62：全球 ADAS 市场（2016 ~ 2026E）



资料来源：BIS、华金证券研究所

图 63：中国 ADAS 市场（2016 ~ 2026E）

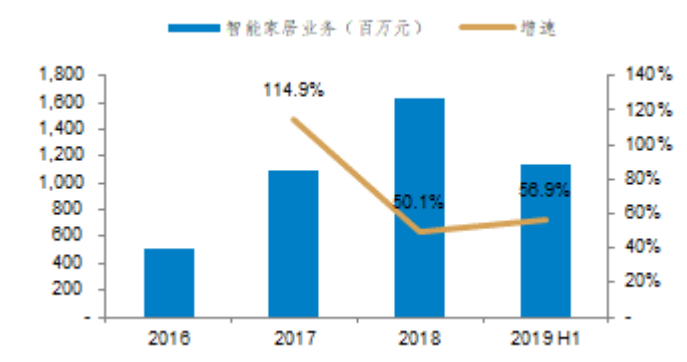


资料来源：BIS、华金证券研究所

ADAS 即高级驾驶辅助系统，系统中包括的视频系统是视频监控行业的又一延伸。ADAS 行业在全球范围内尚属新兴行业，依据 BIS 数据显示，2016 年全球 ADAS 市场总量达 27.6 亿美元，2017 至 2026 年预期增长率呈现先增后减的趋势，但大致维持在 20.0% 以上，潜力可观。其中，摄像头市场在 2017 年达 7.2 亿美元，各年占比维持在 25% 左右，具有很大的增长潜力。中国 ADAS 市场发展略晚于美国及欧洲市场，在 2017 年规模达到了 3.0 亿美元，未来增长趋势与全球市场基本一致，但是增长率转折点略晚于全球总体趋势。

作为视频监控行业的领导企业，萤石业务作为海康威视较早进入的智能家居业务，并取得了可观的市场表现。海康萤石业务可追溯至 2013 年，最初是公司推出的互联网视频业务，而后逐步发展为智能家居业务，服务于智慧家庭与智慧商业，主要产品包括智能摄像头、智能门锁、无线录像机等。

图 64：萤石智能家居业务销售收入及增速（2016 ~ 2019 H1）



资料来源：公司年报、半年报、华金证券研究所

图 65：萤石智能家居安全防盗场景



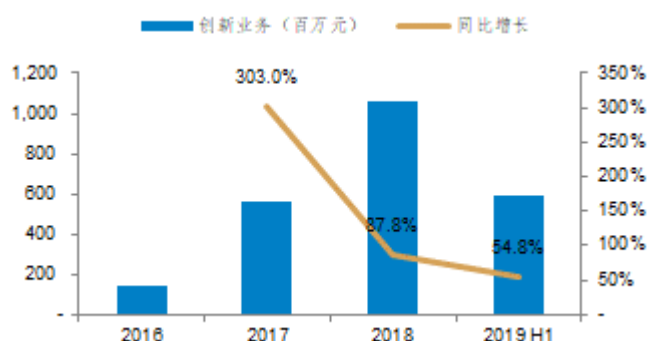
资料来源：公司官网、华金证券研究所

2017 年，萤石业务销售额超过十亿元，首次实现盈利。2018 年全年和 2019 年上半年，萤石业务收入分别为 16.4 亿元和 11.4 亿元，同比增速为 50.1% 和 56.9%，表现出强劲的增长趋势。

在智慧家庭方面，萤石提供的家庭智能生活方案依靠智能硬件设备连同萤石云平台，结合物联网与大数据技术，将智能控制、环境感知及信息交流等需求与场景有效地结合起来，既可满足消费者安防的需求，又可满足健康监控的需求，实时保护家中的老人、儿童与宠物。在智慧商业方面，萤石提供店铺防盗、透明厨房、连锁管理等方案，结合萤石云平台，通过视频分析为商业经营与管理提供诸如客流统计、客户行为分析等数据，并延伸多元化应用。此外，萤石还提供专业的运动相机及配件产品，结合萤石云平台满足消费者分享运动乐趣的需求。

除智能家居外，海康威视的创新业务主要涵盖海康机器人、汽车电子、海康存储以及海康微影，均属于新兴行业。2018年，创新业务实现了10.6亿元的销售收入，2019年上半年为5.9亿元，同比均保持了高速增长。尽管目前创新业务占收入比重较低，但预期未来拥有广阔的发展空间。

图 66：其他创新业务销售收入及增速（2016 ~ 2019 H1）



资料来源：公司年报、半年报、华金证券研究所

图 67：工业机器人及汽车电子业务



资料来源：公司官网、华金证券研究所

海康机器人主攻智能制造，包括机器视觉、工业机器人及无人机三个分支。在机器视觉领域，海康威视发挥从事视频监控行业的图像识别技术积累优势，用相机代替人眼进行测量和判断，助力工业自动化。在工业机器人领域，海康威视聚焦物流，提供仓储、搬运、分拣机器人，帮助京东、顺丰等合作伙伴降低运营成本提升业务效率。在无人机领域，海康威视推出了飞行器、地面站及无人机干扰器等产品，将安防解决方案由二维平面延伸到立体空间。此外，无人机的主要客户为政府及电力、石油等大企业，与原有的客户间存在重叠，公司凭借良好的声誉及产品有望达成进一步的合作。

汽车电子是海康威视视频编解码能力优势的又一延伸领域。海康威视开发了智能车载后视镜、全景环视系统、车载智能化监控系统等汽车电子产品与解决方案，并推出集成车前检测、车道偏离预警、司机行为分析、右侧盲区检测等功能的 ADAS 高级辅助驾驶系统，为用户的安全提供有力保障。

智能家居、机器视觉及 ADAS 均属于前景广阔的新兴行业，其中视频系统占据了相当重要的地位。海康威视作为视频监控行业的领导者，发挥自身视频优势积极布局创新业务，推出的各项产品已取得了相当亮眼的市场表现。萤石智能家居、海康机器人及汽车电子业务在未来将为海康威视的市场表现注入新的活力。

四、估值分析及投资建议

海康威视作为全球安防视频监控的龙头企业之一，主要业务分布包括了国内和海外市场，公司的产品销售形态仍然是以硬件方式进行，通过软件系统和解决方案的优越性来提供附加值。因此我们在对公司进行盈利预测的过程中，仍然以各产品需求作为主要的测算基础，再结合盈利能力和费用率进行预测。

对于公司的估值，我们认为，公司处于持续稳健可预期的经营过程中，产品和业务模式都已经较为成熟，因此采用可比公司的相对估值对比是一个可行的方式，也是我们主要的估值参考。另外，公司作为一家能够稳定产生现金流并且预期未来能够持续的企业，我们也进行 DCF 的绝对估值测算。

（一）盈利预测

海康威视的业务板块从目前看，产品以前端产品、后端产品、中心控制设备和创新产品为主，还有工程业务和各类其他业务，尽管未来公司将会以 PBG（公共服务事业群）、EBG（企事业事业群）、SMBG（中小企业事业群）的方式对公司业务进行划分，但目前我们的预测仍然以公司的硬件分布为基础。

我们基于的基础假设如下：

收入方面：1) 国内市场增速高于海外市场；2) 前端产品中高端增速高于中低端，国内中高端占比持续提升，海外基本维持；3) 后端产品增速维持低位；4) 中心控制设备增速与整体增速基本持平略高；5) 其他业务中，创新业务仍然保持快速成长性，以萤石为代表的智能家居业务的增长逐步步入平稳快速期；6) 工程施工业务减少。

毛利率方面：1) 前端产品中高端和中低端继续维持国内差距较大，海外差距较小的格局；2) 后端产品和中心控制设备毛利率稳定并小幅下降；3) 工程施工毛利率基本维持平稳；4) 其他细分业务的毛利率水平维持平稳，受到业务结构调整带来的综合下降。

表 3：海康威视收入及毛利率按产品细分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,905.5	49,837.1	58,182.1	69,802.0	82,902.3
YtoY	31.3%	18.9%	16.7%	20.0%	18.8%
前端产品	21,090.2	24,083.4	27,584.1	32,870.9	39,267.5
后端产品	6,151.0	6,779.3	7,477.7	8,465.8	9,588.8
中心控制设备	5,073.9	7,323.4	9,143.0	11,428.7	14,285.9
工程施工	2,540.8	2,285.1	1,564.7	1,408.3	1,267.4
创新业务	1,655.2	2,697.3	4,114.6	5,670.8	7,041.4
其他	5,394.3	6,668.7	8,298.0	9,957.6	11,451.3
毛利率	44.0%	44.9%	45.2%	44.0%	43.1%
前端产品	50.9%	49.9%	50.9%	49.7%	48.2%
后端产品	48.6%	46.8%	48.8%	47.6%	46.1%

中心控制设备	54.3%	53.8%	55.2%	54.0%	53.0%
工程施工	10.2%	12.1%	15.2%	12.0%	12.0%
创新业务	36.4%	41.2%	37.4%	34.9%	33.6%
其他	20.4%	27.3%	21.7%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

费用方面,我们认为公司在研发投入方面仍需要维持在人员规模和整体投入中的增加量,但是费用率水平有望下降,对于研发人员的业务结构调整使得规模增速有所放缓。其他的管理费用率和销售费用率则维持平稳,所得税率也基本维持平稳。

政府补贴仍然是以退税和项目为主,公司有望进一步加强应收账款和存货的管理水平,从资本开支来看,公司的投入将会有所下降,桐庐基地的建设已经逐步进入尾声。

表 4: 海康威视主要损益表预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,905.5	49,837.1	58,182.1	69,802.0	82,902.3
YtoY	31.3%	18.9%	16.7%	20.0%	18.8%
毛利	18,438.2	22,353.7	26,316.8	30,681.2	35,710.4
毛利率	44.0%	44.9%	45.2%	44.0%	43.1%
营业利润	10,443.1	12,335.7	14,942.2	17,799.8	21,234.6
营业利润率	24.9%	24.8%	25.7%	25.5%	25.6%
净利润	9,410.9	11,352.9	13,459.9	16,048.5	19,145.9
YtoY	26.8%	20.6%	18.6%	19.2%	19.3%
净利润率	22.5%	22.8%	23.1%	23.0%	23.1%
EPS	1.03	1.24	1.44	1.72	2.05

资料来源: Wind, 华金证券研究所

基于上述假设,我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.44、1.72 和 2.05 元,增速分别为 18.6%、19.2%和 19.3%。净资产收益率分别为 26.3%、23.9%和 22.1%。

(二) 估值分析

作为一家能够持续盈利的公司,并且在行业内具备可比性,我们主要采用相对估值法进行估值分析和比较,选取国内 A 股市场从事安防视频监控相关的厂商作为参考。

表 5: 行业内可比公司估值对比

代码	名称	股价	市值	PE			PE TTM	PB
				2019E	2020E	2021E		
002236.SZ	大华股份	16.06	481	18.6	16.0	10.3	17.9	3.6
002373.SZ	千方科技	16.59	247	27.7	25.2	16.5	29.0	3.0
300212.SZ	易华录	26.31	143	39.9	31.6	15.4	38.2	4.6
603660.SH	苏州科达	11.76	59	18.4	14.3	8.8	24.6	3.4
002528.SZ	英飞拓	4.04	48	34.7	26.7	15.3	54.9	1.3
300449.SZ	汉邦高科	8.60	26	238.5	46.0	36.9	158.4	1.8
300448.SZ	浩云科技	5.86	41	25.7	20.8	13.1	28.5	3.2
	平均			57.6	25.8	16.6	50.2	3.0

资料来源: Wind, 华金证券研究所, (采用截止 2019 年 8 月 31 日市场一致预期)

根据我们的盈利预测计算,公司对应 2019 年~2021 年的动态市盈率分别为 25.5、21.5、15.1 倍, 低于行业平均水平, PB 为 7.9 倍, 高于行业平均水平。我们认为公司作为行业内的龙头企业, 从经营稳健性和行业竞争力来看均优于行业整体, 抗风险能力较强, 在行业未来逐步向龙头企业集中的预期下, 我们认为公司的估值仍然有提升的空间。

另外, 在 PE/PB 相对估值的基础上, 我们分别采用公司 OPFCF 和权益 FCFE 的方式进行 DCF 估值, 主要的假设和由此带来的估值如下:

表 6: 海康威视 OPFCF 和 FCFE 估值

公司 OPFCF 估值 (亿元)		主要假设		权益 FCFE 估值 (亿元)		主要假设	
显性预测	416.8	无风险利率	3.09%	显性预测	392.7	无风险利率	3.09%
半显性预测	861.1	风险溢价	5.30%	半显性预测	897.6	风险溢价	5.30%
永续价值	2,489.0	β 系数	1.33	永续价值	2,733.8	β 系数	1.33
经营价值	3,766.9	Rm	8.39%	权益价值	4,024.1	Rm	8.39%
加:非营业资产	311.8	Ke	10.14%	总股本	93.485	Ke	10.14%
企业价值	4,078.8	Kd	4.35%	每股权益价值	43.05	半显性期增长率	15.00%
减:付息债务	20.2	D/DE	1.21%			永续增长率	5.00%
减:少数股东权益	3.740	E/DE	98.79%				
权益价值	4,054.8	WACC	10.06%				
		半显性期增					
总股本	93.45	长率	15.00%				
每股权益价值	43.37	永续增长率	5.00%				

资料来源: Wind, 华金证券研究所, (采用截止 2019 年 8 月 31 日的假设)

基于上述假设和估值测算, 我们认为目前公司的估值水平仍然有提升的空间。

结合相对估值和绝对估值的测算, 我们给予公司“买入-A”的投资建议。

五、风险提示

国内市场政府订单整体规模和采购推进速度不及预期；

国内市场竞争加剧影响公司盈利水平；

海外市场受到各国政策和贸易政策影响而不及预期；

新产品业务的拓展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,905.5	49,837.1	58,182.1	69,802.0	82,902.3
减:营业成本	23,467.3	27,483.5	31,865.3	39,120.8	47,191.9
营业税费	371.0	418.3	489.4	597.0	700.8
销售费用	4,430.2	5,892.5	6,160.6	6,980.2	8,290.2
管理费用	4,205.4	5,858.8	6,916.2	8,057.2	8,961.2
财务费用	265.4	-424.3	-424.3	-577.5	-839.1
资产减值损失	484.6	426.9	612.9	687.0	743.4
加:公允价值变动收益	42.1	13.4	5.1	20.2	12.9
投资和汇兑收益	1,717.9	2,135.9	2,373.0	2,839.5	3,364.4
营业利润	10,443.1	12,335.7	14,942.2	17,799.8	21,234.6
加:营业外净收支	43.7	102.8	45.2	63.9	70.6
利润总额	10,486.8	12,438.4	14,987.5	17,863.7	21,305.3
减:所得税	1,109.3	1,056.7	1,498.7	1,786.4	2,130.5
净利润	9,410.9	11,352.9	13,459.9	16,048.5	19,145.9

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	16,468.4	26,552.4	29,124.9	43,566.9	57,013.0
交易性金融资产	4.1	1.9	7.2	4.4	4.5
应收帐款	14,705.2	16,619.4	18,989.9	24,037.3	27,191.5
应收票据	3,637.0	2,569.4	6,421.6	3,669.6	8,037.2
预付帐款	527.6	460.3	547.5	764.6	781.3
存货	4,940.3	5,725.1	7,113.5	8,663.8	10,396.5
其他流动资产	4,370.7	1,698.2	1,446.1	1,508.4	1,550.9
可供出售金融资产	287.5	291.0	287.4	288.6	289.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	130.5	163.3	163.3	163.3	163.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,024.0	5,082.4	5,225.1	5,677.0	6,489.0
在建工程	1,436.3	416.1	1,195.7	1,624.9	1,129.3
无形资产	429.2	869.9	1,036.2	1,182.1	1,302.7
其他非流动资产	1,491.7	2,985.9	1,780.5	2,097.0	2,287.8
资产总额	51,571.0	63,484.4	73,387.9	93,297.0	116,685.0
短期债务	97.1	3,465.7	-	-	-
应付帐款	10,441.8	13,135.0	14,033.7	17,443.3	20,460.0
应付票据	845.4	463.5	1,440.7	916.6	1,720.5
其他流动负债	5,341.5	7,123.8	4,903.7	5,646.5	5,811.4
长期借款	3,610.9	440.0	440.0	440.0	440.0
其他非流动负债	154.4	370.8	195.0	240.1	268.6
负债总额	20,966.8	25,520.2	21,803.7	25,635.0	29,852.0
少数股东权益	246.0	374.0	374.0	374.0	374.0
股本	9,228.9	9,227.3	9,348.5	9,348.5	9,348.5
留存收益	21,901.5	28,777.4	42,266.2	58,343.5	77,518.2
股东权益	30,604.1	37,964.1	51,584.1	67,662.1	86,833.0

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	9,410.9	11,352.9	13,459.9	16,048.5	19,145.9
加:折旧和摊销	341.3	479.7	661.4	723.0	813.0
资产减值准备	-1.6	-5.0	-2.2	-2.9	-3.4
公允价值变动损失	-42.1	-13.4	-5.1	-20.2	-12.9
财务费用	272.1	81.1	-424.3	-577.5	-839.1
投资损失	-44.7	-51.9	-45.7	-47.4	-48.3
少数股东损益	-33.4	28.8	28.8	28.8	28.8
营运资金的变动	-3,013.9	-3,185.1	-8,008.9	-1,005.9	-5,855.6
经营活动产生现金流量	7,373.2	9,114.0	6,276.8	15,833.4	13,971.8
投资活动产生现金流量	-1,208.7	1,450.7	-674.3	-1,969.4	-1,361.0
融资活动产生现金流量	-3,401.7	-805.4	-3,030.0	578.0	835.3

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	31.3%	18.9%	16.7%	20.0%	18.8%
营业利润增长率	52.9%	18.1%	21.1%	19.1%	19.3%
净利润增长率	26.8%	20.6%	18.6%	19.2%	19.3%
EBITDA 增长率	60.5%	15.2%	19.2%	18.3%	18.0%
EBIT 增长率	62.1%	11.2%	21.9%	18.6%	18.4%
NOPLAT 增长率	62.5%	13.9%	19.3%	18.7%	18.5%
投资资本增长率	21.0%	-15.1%	49.5%	8.0%	23.4%
净资产增长率	25.0%	24.0%	35.9%	31.2%	28.3%
盈利能力					
毛利率	44.0%	44.9%	45.2%	44.0%	43.1%
营业利润率	24.9%	24.8%	25.7%	25.5%	25.6%
净利润率	22.5%	22.8%	23.1%	23.0%	23.1%
EBITDA/营业收入	23.9%	23.2%	23.7%	23.4%	23.2%
EBIT/营业收入	25.6%	23.9%	24.9%	24.7%	24.6%
偿债能力					
资产负债率	40.7%	40.2%	29.7%	27.5%	25.6%
负债权益比	68.5%	67.2%	42.3%	37.9%	34.4%
流动比率	2.60	2.17	3.01	3.29	3.60
速动比率	2.31	1.94	2.67	2.95	3.25
利息保障倍数	35.46	-26.76	-31.72	-27.79	-22.82
营运能力					
固定资产周转天数	26	30	32	29	27
流动营业资本周转天数	102	78	73	79	80
流动资产周转天数	354	360	368	381	412
应收帐款周转天数	113	115	112	112	113
存货周转天数	68	71	74	74	74
总资产周转天数	405	421	429	436	462
投资资本周转天数	141	120	117	122	119
费用率					
销售费用率	10.6%	11.8%	10.6%	10.0%	10.0%
管理费用率	10.0%	11.8%	11.9%	11.5%	10.8%
财务费用率	0.6%	-0.9%	-0.7%	-0.8%	-1.0%
三费/营业收入	21.2%	22.7%	21.7%	20.7%	19.8%
投资回报率					
ROE	31.0%	30.2%	26.3%	23.9%	22.1%
ROA	18.2%	17.9%	18.4%	17.2%	16.4%
ROIC	54.2%	72.7%	58.0%	63.8%	61.2%
分红指标					
DPS(元)	0.51	-	-	-	-
分红比率	49.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.02	1.23	1.44	1.72	2.05
BVPS(元)	3.32	4.11	5.52	7.24	9.29
PE(X)	34.2	28.4	24.3	20.3	17.1
PB(X)	10.5	8.5	6.3	4.8	3.8
P/FCF	46.8	20.3	334.0	22.1	23.9
P/S	7.7	6.5	5.6	4.7	3.9
EV/EBITDA	-1.4	-2.2	-2.2	-2.8	-3.1
CAGR(%)	19.5%	19.0%	18.9%	19.5%	19.0%
PEG	1.8	1.5	1.3	1.0	0.9
ROIC/WACC	4.0	5.3	4.3	4.7	4.5

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

分析师声明

蔡景彦声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com